

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Mari-Ann Meigo

**EESTI IDUETTEVÕTJATE
FINANTSEERIMISALLIKA VALIKUT MÕJUTAVAD
TEGURID OMAKAPITALI KAASAMISEL**

Magistritöö ärijuhtimise kraadi taotlemiseks ettevõtluse ja tehnoloogia
juhtimise erialal

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Kaasjuhendaja: lektor Liina Joller

Tartu 2017

Soovitan suunata kaitsmisele

(juhendajad Priit Sander ja Liina Joller)

Kaitsmisele lubatud “ “ 2017. a

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

Mari-Ann Meigo

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid: teoreetiline raamistik.....	8
1.1. Idufirmade finantseerimise allikad	8
1.2. Otsust mõjutavad tegurid finantseerimisallika valikul	22
2. Eesti iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite analüüs.....	34
2.1. Ülevaade iduettevõtluse finantseerimisest Eestis	34
2.2. Uurimismetoodika ja valimi tutvustus	42
2.3. Iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite väljaselgitamine ja analüüs	49
Kokkuvõte	67
Viidatud allikad.....	71
Lisad.....	80
Lisa 1. Intervjuu küsimused	80
Lisa 2. <i>Cross-case</i> analüüsi tabel	82
Summary	85

SISSEJUHATUS

Idufirma ehk *startup* on inimeste poolt loodud organisatsioon, mis tegutseb äärmuslikult ebakindlas keskkonnas ning mille eesmärk on luua skaleeritav innovaatiline toode või teenus (Ries 2011: 27). Idufirmadel on majanduse edendamises üha suurenev osatähtsus, olles oluliseks töökohtade loojaks ning innovatsiooni- ja ekspordiallikaks (Cassar 2004: 263). Startup Estonia 2016. aasta idufirmade statistika (Taxes paid... 2017) kohaselt on Eestis üle 400 idufirma, mis annavad tööd ligikaudu 3500 inimesele. 2016. aastal loodi Eestis tänu idufirmadele juurde üle 1000 töökoha ning iduettevõtete poolt makstavad tööjõumaksud suurenesid eelneva aasta 21 miljonilt lausa 28 miljoni euroni (*Ibid.*). Seega on selge, et idufirmadel on majanduse edendamisel suur roll ka Eestis ning idufirmade mõju majandusele on veelgi suurenemas.

Ettevõtete tegutsemise ning kasvu võimaldamisel mängib olulist rolli finantskapital. Finantsotsused ning ettevõtte kapitalistruktuur omavad olulist mõju ettevõtte igapäevategevusele, ärimudelile, läbikukkumisele või edukusele ja kasvupotentsiaalile (Cassar 2004: 263; Hellmann, Puri 2002: 194). Lisaks mõjutavad varasemad finantseerimisotsused ka tõenäosust kaasata hilisemaid finantseeringuid. Finantseerimisotsused on seega üks olulisemaid otsuseid ettevõtjate jaoks (Denis 2004; Seghers *et al.* 2009: 1; Carter, Van Auken 2005: 129). Idufirmade finantseerimine on ettevõtlusega seotud teadusuuringutes olnud üheks läbivaimaks teemaks. Küll aga on finantseerimisotsuseid käsitlevates uuringutes fookus olnud peamiselt pakkuja- ehk investoripoolne, käsitledes tegureid, mille alusel investorid valivad ettevõtteid, millesse investeerida. Kuna ettevõtete finantseerimine on sõltuv nii ettevõtjate kui investorite otsust mõjutavatest teguritest, on oluline uurida laiemalt ka ettevõtjapoolset nägemust finantseerimisotsust puudutavates küsimustes (Seghers *et al.* 2009: 1; Korityak, Fitchel 2014: 33). Seetõttu keskendub käesolev magistritöö just ettevõtja finantseerimisotsustele.

Olulisemate ettevõtjate finantseerimisotsusi käsitlevate teooriatena võiks nimetada Myersi ja Majlufi (1984) finantshierarhia teooriat ning Sapienza *et al.* (2003) enesemääramise teooriat. Lisaks on mitmed autorid uurinud ka ettevõtjate või investorite erinevate omaduste mõju finantseerimisallika valikule. Kuigi enamasti on võlakapitali kaasamine pankadelt idufirmade puhul nende suure riskitaseme tõttu vähetõenäoline ning nende rahastamiseks on levinum pigem väline omakapital, siis peamiselt on senised ettevõtja vaatenurgast lähtuvad teaduslikud artiklid keskendunud siiski laenu- ja osaluspõhise kapitali vahel valimist mõjutavate tegurite uurimisele. Oluliselt vähem on uuritud seda, kuidas ettevõtjad teevad valiku eritüübiliste osaluspõhiste finantseerimisallikate või samatüübiliste finantseerimisallikate vahel. Seda vaatenurka on põgusalt käsitlenud Sapienza *et al.* (2003) ning pisut põhjalikumalt Smith (1999). Need uuringud on tehtud aga küllaltki pikka aega tagasi ning ei pruugi seetõttu olla enam kohandatavad kaasaegsetele oludele. Samuti ei ole autorile teadaolevalt tehtud ühtegi uuringut finantseerimisotsust mõjutavate tegurite kohta, mis käsitleks ka uuemaid välise omakapitali kaasamise vorme nagu osaluspõhine ühisrahastus või ärikiirendid. Arvestades, et idufirmade puhul on just väline omakapital üks olulisemaid finantseerimisvorme, leiab autor, et valikut erinevate osaluspõhise kapitali kaasamise allikate vahel tasuks põhjalikumalt uurida. Seejuures tuleks kaasata uuringusse ka nimetatud uuemad osaluspõhised finantseerimisallikad.

Käesoleva magistritöö eesmärk on välja selgitada tegurid, mille alusel teevad Eesti iduettevõtjad valiku finantseerimisallikate vahel omakapitali kaasamisel. Magistritöö käigus soovitakse leida vastused küsimustele, kuivõrd iduettevõtjad kaaluvad erinevaid finantseerimisalternatiive, millised on Eesti idufirmade võimalused osaluspõhiste finantseerimisallikate vahel valimisel ning mis tegurid mängivad valikut tehes suuremat rolli. Eesmärgi saavutamiseks püstitatakse järgmised uurimisülesanded:

- selgitada idufirmade olemust ja arengustaadiumeid ning finantseerimisallikate erinevusi idufirmade seisukohast lähtuvalt;
- anda teoreetilise kirjanduse ja varasemate uuringute põhjal ülevaade finantseerimisallika valikut mõjutavatest teguritest;
- anda ülevaade Eesti idufirmadega seotud investeeringutest;
- viia läbi intervjuud välist omakapitali kaasanud Eesti idufirmade juhtidega;

- analüüsida intervjuudest kogunenud informatsiooni, võrrelda seda teoorias ja varasemates uuringutes püstitatud seisukohtadega ning toetudes saadud materjalile teha kindlaks Eesti iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid omakapitali kaasamisel.

Magistritöö koosneb kahest osast: teoreetilisest ja empiirilisest. Teoreetilise osa esimeses alapeatükis selgitatakse lühidalt idufirma olemust ning põhjuseid, miks on idufirmade puhul välise kapitali kaasamine vajalik. Põhjalikumalt käsitletakse erinevaid kapitali kaasamise võimalusi ja võrreldakse neid idufirmade seisukohast lähtuvalt, keskendudes eelkõige osaluspõhistele finantseerimisallikatele. Samuti selgitatakse finantseerimisallikate seotust ettevõtte arengustaadiumitega. Teoreetilise osa teises alapeatükis kirjeldatakse tegureid, mis mõjutavad idufirma juhtkonna otsust sobiva finantseerimisallika valikul. Ühtlasi antakse ülevaade erinevatest teooriatest ja uuringutest, mis ettevõtjate otsust mõjutavaid tegureid välise kapitali kaasamisel on kajastanud. Teoreetiline osa tugineb peamiselt välisriikide autorite poolt kirjutatud teaduslikel artiklidel, kuna Eestis on vastava valdkonna kirjandust vähe. Eesti autoritest võiks välja tuua autori nimega Tuisk (2016), kes uuris riskiinvestorite mõju idufirmade ärimudelile ning seejuures põgusalt ka finantseerimisotsuseid.

Empiirilise osa esimeses alapeatükis tehakse ülevaade Eesti idufirmadest ning nendega seotud investeeringutest vastavalt avalikes andmebaasides saadaolevale infole, baseerudes peamiselt Eesti idufirma Funderbeam idufirmade andmebaasil ja Garage 48 poolt hallataval Eesti idufirmade finantseerimist käsitleval andmebaasil. Teises alapeatükis antakse ülevaade läbiviidud uuringust, uurimismetoodikast ja valimist. Käesolevas töös kasutatakse kvalitatiivset meetodit ning andmekogumismeetodina poolstruktureeritud intervjuusid. Valimi koostamise kriteeriumiks on, et idufirma oleks asutatud Eestis ning kaasanud kapitali mitmesugustest allikatest, sealhulgas erinevatest osaluspõhistest finantseerimisallikatest. Valimi koostamisel kasutatakse eelnevalt nimetatud Funderbeami ja Garage 48 andmebaase. Viimases alapeatükis analüüsib autor uuringu käigus saadud tulemusi ning võrdleb neid teoreetilises osas käsitletud seisukohtade ja varasemate uuringutega. Saadud tulemustele toetudes selgitab autor välja tegurid, mis mõjutavad Eesti iduettevõtjate valikut eri finantseerimisallikate vahel osaluspõhise kapitali kaasamisel.

Autor usub, et magistritöö tulemused on väärtuslikud mitmele erinevale sihtgrupile. Esiteks võimaldab magistritöö alustavatel ettevõtjatel mõista paremini erinevusi finantseerimisallikate vahel osaluspõhise kapitali kaasamisel ning teha seeläbi ratsionaalsemaid otsuseid. Teiseks, olles üks vähestest uuringutest, mis keskendub ettevõtjate otsust mõjutavatele teguritele erinevate osaluspõhiste finantseerimisallikate vahel valimisel, loob magistritöö aluse teistele akadeemiliste uurimistööde tegijatele edasisteks uuringuteks selles valdkonnas. Kui käesoleva magistritöö eesmärk on valikut mõjutavate tegurite välja selgitamine, siis võiksid järgnevad uuringud keskenduda juba kvantitatiivsete uuringute meetodiga valikut mõjutavate tegurite ning ettevõtjate omaduste vahel seoste otsimisele. Kolmandaks võivad töö tulemused pakkuda huvi ka osaluspõhise finantseeringu pakkujatele, eelkõige töös peamiselt käsitletud äriinglitele, ärikiirenditele, osaluspõhise ühisrahastuse ettevõtete juhtidele ning riskikapitalistidele.

Magistritöö autor soovib tänada juhendajaid Priit Sanderit ja Liina Jollerit töö valmimiseks vajaliku juhendamise eest ning ka iduettevõtjaid, kes olid valmis ning leidsid aega intervjuudes osaleda, andes olulise panuse töö valmimisse.

Töoga seotud peamised märksõnad: idufirmad; finantseerimisallikad; väline omakapital; osaluspõhine kapital; finantseerimisotsus.

1. FINANTSEERIMISALLIKA VALIKUT MÕJUTAVAD TEGURID: TEOREETILINE RAAMISTIK

1.1. Idufirmade finantseerimise allikad

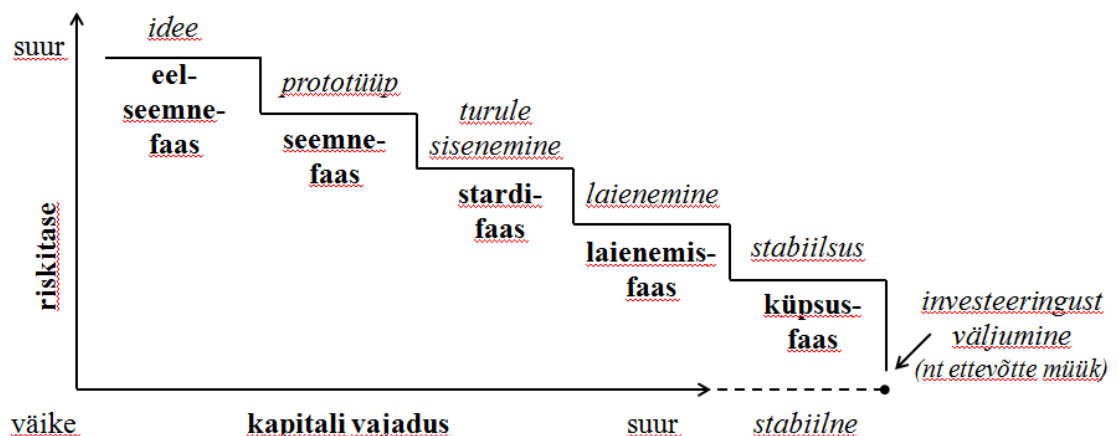
Käesolevas alapeatükis selgitatakse lühidalt idufirma (*startup*) definitsiooni ning põhjuseid, miks on idufirmade puhul välise kapitali kaasamine vajalik. Seejärel selgitatakse idufirmade finantseerimise seotust ettevõtte arengustaadiumitega. Põhjalikumalt keskendutakse erinevatele kapitali kaasamise allikate analüüsimisele idufirmade seisukohast lähtuvalt ning tuuakse välja peamiste idufirmade rahastamiseks sobivate osaluspõhiste finantseerimisallikate plussid ja miinused.

Idufirmade kohta kasutatakse mitmetes kirjandusallikates erisuguseid definitsioone. Eesti Õigekeelsussõnaraamat (2013) kirjeldab idufirmat kui "alles käivituva lennuka äriideega väikeettevõtet". Riesi (2011: 27) kohaselt on idufirma inimeste poolt loodud organisatsioon, mis tegutseb äärmuslikult ebakindlas keskkonnas ning mille eesmärk on luua innovaatiline toode või teenus. Seejuures selgitab Ries, et idufirma ei saa olla ettevõtte, mis on mõne eelneva ettevõtte täielik koopia ärimudeli, hinnastamisstrateegia või pakutava toote koha pealt ning mille edukus sõltub vaid teostusest (Ries 2011: 28-29). Blank ja Dorf (2012) pööravad oma definitsioonis suuremat tähelepanu ärimudelile ning kirjeldavad idufirmat kui organisatsiooni, mille eesmärk on leida skaleeritav, korratav ja kasumlik ärimudel. Samas on ka selle definitsiooni juures olulised uudsus ja innovatsioon.

Riesile sarnaselt pööravad tähelepanu ebakindlale keskkonnale, suurele tõenäosusele läbi kukkuda ning toote innovatsioonile ka Swinney *et al.* (2011: 764). Seejuures rõhutavad Swinney *et al.* aga ka seda, et idufirmade puhul on tegemist väikeste ettevõtetega. Criscuolo *et al.* (2012: 321) lisavad eelnevatele idufirma definitsioonile juurde ka ettevõtte vanuse, väites, et iduettevõtte on vähem kui 5 aastat vana ning Graham (2012) rõhutab olulise aspektina ka ettevõtte kiiret kasvu. Samas ei too ta välja

täpset protsenti selle kohta kui kiiresti peaks ettevõtte kasvama, et seda käsitleda iduettevõttena. Käesolevas magistritöös tuginetakse idufirmadest rääkides eelkõige Ries (2011) käsitlusele, kes arvab, et ettevõtte suurus, tegevusvaldkond ja majandussektor pole idufirma määratlemisel oluline. Riesi käsitlusest lähtutakse eesmärgiga valimit liigselt mitte piirata. Kuna töö eesmärk on välja selgitada ettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid osaluspõhise kapitali kaasamisel kvalitatiivse uurimismeetodi teel, siis töö maht ei võimalda võrrelda finantseerimisallikate valikut mõjutavaid tegureid põhjalikumalt seoses ettevõtte vanuse, suuruse või kasvuga.

Idufirma käivitamiseks ei vajata enamasti suurt finantseeringut. Minimaalne elujõuline teenus või toote prototüüp on võimalik välja töötada väga madalate kuludega. Kui algsaasis on finantseeringud üldiselt väikesed, siis hilisemates faasides võib vajaminev kapitalihulk ulatuda juba sadadesse miljonitesse eurodesse. (Mis on iduettevõtte? 2017) Ehkki varasemates faasides on kapitali vajadus väiksem, siis on risk läbikukkumiseks väga suur. Alates stardifaasist aga hakkab risk langema, kuid kapitali vajadus suureneb kuni küpsusfaasini. (Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 598) Ettevõtted jagatakse tulenevalt kapitalivajadusest ning ettevõtte valmidus- ja riskitasemest erineva kirjanduse kohaselt peamiselt nelja või viiete etappi. Idufirmade staadiumid võrdluses nende riskitaseme ja kapitali vajadusega on graafiliselt kirjeldatud joonisel 1.



Joonis 1. Idufirmade staadiumid vastavalt nende riskitasemele ja kapitali vajadusele. Allikas: (Süsi 2015: 14; Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 598; Kakko 2010; Iduettevõtte elutsükel 2017); autori koostatud.

Piir erinevate staadiumite vahel on suhteliselt ebamäärane ning kohati on keeruline määratleda, millal toimub üleminek ühest faasist teise. Seetõttu on erineva kirjanduse

kohaselt ka faaside arv erinev ning kasutatakse erinevaid nimesid staadiumite kirjeldamiseks. Käesoleva magistritöö käigus räägitakse viiest erinevast staadiumist, mida kirjeldatakse järgmiselt (Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 598; Kakko 2010; Iduettevõtte elutsükkel 2017):

- Eelseemnefaasis (*pre-seed stage*) on ettevõtjatel vaid idee, mis vajab veel läbimõtlemist ja analüüsimist. Seda faasi kutsutakse ka avastamisfaasiks (*discovery stage*) ning paljud allikad seda faasi idufirmade staadiumitest rääkides ei maini, kuna tihti pole selles faasis isegi registreeritud ettevõtet.
- Seemnefaasis (*seed stage*) on esialgne meeskond kokku saadud ning töötatakse toote või teenuse prototüübi väljatöötamisega, mis vajab täiendamist või suuremahulist testimist. Lisaks sellele tegeletakse vähemal määral ka turunduse- ja müügiülesannetega, mille eesmärk on saada turult tagasisidet ning teha ettevalmistusi turule minemiseks. Faasi kutsutakse seetõttu ka valideerimisfaasiks (*validation stage*).
- Stardi- ehk käivitav faas (*start-up* või *efficiency stage*) on turule sisenemise faas. Ettevõtte asutajad on täielikult idufirmale pühendunud ja palgatakse esimesed töötajad. Ettevõtte sisenevad toote või teenusega turule ning testivad ärimudelit. Eesmärk on tekitada ka püsiv käive ning valmistuda tegevuse laiendamiseks.
- Laienemis- ehk varajase kasvu faasis (*scale stage* või *early growth stage*) on firma palganud kümneid, sadu või isegi tuhendeid inimesi. Mõnel turul on positsiooni juba kindlustatud ning otsitakse võimalusi kiirelt laiendada uutele turgudele. Võidakse välja tulla ka uute sidustoodete ja -teenustega. Ettevõtte on enamasti vähem kui viieaastane.
- Küpsusfaasis (*mature growth stage* või *expansion*) on ettevõtte saavutanud peaaegu täielikult oma turupotentsiaali ning selles faasis on eesmärk tagada ettevõtte stabiilsus ja mõõdukas kasv. See faas lõpeb idufirma edukuse korral kas börsile mineku või ettevõtte müümisega mõnele strateegilisele partnerile. See võimaldab investoritel oma osaluse müügiga investeeringust väljuda (*exit*) ning investeeringult kasumit teenida.

Tüüpiliselt on seemnefaasini kapitali vajadus väike ning kasutatakse peamiselt ettevõtjate sääste. Levinud on leida ka viise raha põlemise kiiruse (*cash burn rate*)

vähendamiseks, et vältida vajadust välise finantseeringu järele (Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 598). Sellist tegevust nimetatakse inglise keeles *bootstrapping*. Eesti keeles sellele sõnale täpsem termin puudub, kuid sisuliselt on tegu enda varadest elamisega ning kulutuste vähendamisega. *Bootstrapping*’u alla kuulub näiteks kulutuste vähendamine; seadmete ja esemete ostmine kasutatult; ostmise asemel laenamine; võimalikult paljude tööde ise tegemine; kodust töötamine jms. (Barringer, Ireland 2012: 350; Markova, Petkovska-Mirčevska 2009: 599) *Bootstrapping* on soovitatav tegevus ka hilisemates faasides, kuid sellel on ka negatiivseid külgi. Pidev säästmine seab ettevõtte kasvuks piirangud ning kulutab liigselt asutajate aega, mida saaks kasutada ettevõtte arendamiseks. Kokkuhoid inkubaatorite või koostöötamiskeskuste arvelt takistab ka võimalust pääseda ligi ettevõtte kasvuks vajalikule kontaktvõrgustikule ja ärinõustamisele. (Barringer, Ireland 2012: 350)

Paljud ettevõtjad soovivad alguses ettevõtte tegevust finantseerida sisemiselt, kuid mõistavad kiiresti, et ilma välise kapitali kaasamiseta on jätkamine raske või isegi võimatu. Uutel ettevõtetel pole endal kasvamiseks piisavaid rahalisi ressursse. (Criscuolo 2012: 321; Barringer, Ireland 2012: 347) Väline finantseering on vajalik tihti pikaajalise tootearendusprotsessi tõttu. Seejuures biotehnoloogia valdkonnas võib tootearenduseks kuluda kaheksa aastat; lihtsama arvutimängu saab luua kasvõi mõne päevaga. (Barringer, Ireland 2012: 348) Tootearendusprotsess hõlmab näiteks töötajate palkamist ja koolitamist, tööruumidega seotud kulutusi ning toote valmistamise kulusid. Kuna rahaline väljaminek tekib enamasti enne käivet, siis on negatiivse rahavoo katmiseks vaja kaasata lisakapitali. (Barringer, Ireland 2012: 347) See vajadus on eelkõige seemnefaasist käivitava faasini. Hilisemates faasides suudetakse edu korral positiivsed rahavood juba ise tekitada, mille abil saab ka ettevõtte tegevust finantseerida. Sellest hoolimata on ka hilisemates faasides kiirema kasvu saavutamise nimel välised finantseeringud vajalikud.

Välise kapitali kaasamiseks on erinevaid variante, mis jagatakse laias laastus kaheks selle põhjal, mis tingimustel kapitali kaasatakse: võla- ehk laenukapital (*debt* või *loan capital*) ning väline omakapital (*equity capital*) (Looser, Schläpfer 2001: 116). Võlakapitali puhul on tegemist laenuga, mille puhul eeldatakse raha tagasi maksmist koos intressidega määratud aja möödudes. Sellise laenu pakkujateks on enamasti

pangad, kuid laenu võivad anda ka tuttavad või perekonnaliikmed ning riskikapitalifirmad. Väline omakapital tähendab seda, et kaasatav kapital vahetatakse osaluse vastu ettevõttes. Sellisel viisil raha kaasamise allikateks on peamiselt ingelinvestorid ja riskikapitalistid. (Barringer, Ireland 2012: 351-352; Looser, Schläpfer 2001: 116-117)

Lisaks laenu- ja osaluskapitalile tooks magistritöö autor välja ka kolmanda rahakapitalitüübi – annetatud kapital (*donated capital*) (Donated... 2017). Selle alla kuulub kapital, mis antakse ettevõttele ootamata midagi vastutasuks. Tegu on annetuse või kingitusega, mis antakse seetõttu, et annetaja usub ettevõtjasse ja projekti ning tahab, et see saaks edukaks. Sellise kapitali saamise allikateks on kas ettevõtja ise, ettevõtjate perekond ja tuttavad, kuid ka annetuspõhine ühisrahastus. Lisaks võivad siia alla käia ka äriideede konkurssidelt saadavad rahalised kingitused ja auhinnad, mille kasutamist ei kontrollita.

Levinud on ka kombinatsioon laenu- ja osaluspõhistest instrumentidest ehk konverteeritav laen (*convertible loan*). Tegemist on laenuga, mille investor saab kokkulepitud tingimuste täitumisel osaluseks konverteerida. Seni arvestatakse laenult intressi. Tavaliselt toimub konverteerimine kokkulepitud aja (enamasti 1-3 aasta) möödudes või järgmise suurema investeerimisringi raames. (Nielsen 2017: 81; Crowdfunding innovative... 2014: 6-7) Kuna idufirmade puhul on ettevõtte väärtuse hindamise aluseks enamasti vähe andmeid ja traditsioonilisi hindamismeetodeid (nt diskonteeritud rahavoogude meetod, kordajad jms) on keeruline kasutada, siis konverteeritav laen on hea lahendus ettevõtte väärtuse hindamise edasilükkamiseks. Tavapärase omakapitalifinantseeringu puhul võib tingimuste kokku leppimine investori ja ettevõtja vahel võtta väga kaua aega. Konverteeritava laenu eelisteks on seega paindlikkus, kiirus ja lihtsam dokumentatsioon. (Süsi 2015: 48) Seda võib kasutada enamike osaluspõhiste finantseeringute kaasamise puhul, olenevalt kokkuleppest iduettevõtja ja investori vahel.

Kapitali vajaduse ja riskitaseme suhe paneb paika ka iga arengufaasi jaoks sobiva finantseerimisallika. Tabelis 1 on lühidalt kirjeldatud erinevad finantseerimisallikad, misjärel on näha, mis tingimustel selliselt allikalt on võimalik raha kaasata. Eelseemnefaasis on idufirma kapitalivajadus väga väike ning investorid selles

staadiumis üldjuhul ei investeer. Finantseerimisvõimalusteks on enda säästud või sõprade ja tuttavate raha (3Fs – *Founder, Family and Friends*). Küll aga võib see taktika olla kahjulik isiklikele suhetele, kuna sõbrad ja tuttavad ei tea, mida idufirmadesse investeerimine tähendab ning kui suure riskitasemega see on.

Tabel 1. Idufirmade finantseerimise allikad ja tingimused

Finantseerimis- allikas	Selgitus	Kapitali kaasamise tingimus		
		osalus	laen	annetus
Ettevõtja(d) ise	Asutajad investeerivad ettevõttesse enda raha või enda laenatud raha.	x	x	x
Sõbrad, perekond	Investoriteks on sõbrad või perekond.	x	x	x
Auhinnad võistlustelt	Ärivoistlused, kust on võimalik võita kohustusteta auhinnaraha.			x
Ärikiirendid	Organisatsioon, mis pakub ettevõttele finantseeringut ja mentorlust enamasti 3-6 kuuks	x	x	
Riiklikud toetused	Pakuvad toetuseid konkreetsetele projektidele kas soodsa laenuna või tagastamatu abina.		x	x
Ühisrahastus	Veebiplatvormid, mille kaudu tavainimesed saavad investeerida huvi pakkuvatesse projektidesse	x	x	x
Äriinglid	Jõukad eraisikud, kes investeerivad projektidesse, mis neile isiklikult huvi pakuvad.	x		
Riskikapitalistid	Spetsialiseerunud investorid, kes koguvad raha mitte-spetsialistidelt või fondidelt, paigutades suure summa 5-7 aastaks.	x	x	
Pangad	Raha paigutatakse ettevõttesse laenuna.		x	
Strateegilised investorid	Ettevõtte, mis investeerib strateegilise tähtsusega ning ettevõtte valdkonnaga seotud projektidesse	x		
Börsiinvestorid	Avalikud investorid, kes investeerivad ettevõtetesse läbi avalike pakkumiste.	x	x	

Allikas: (Schwienbacher ja Larralde 2010: 4; Tuisk 2016: 14); autori koostatud.

Nielsen (2017: 76-80) on välja toonud, et heade suhete säilitamise eesmärgil ei tohiks raha kaasata neilt, kes ei tea, mida idufirmadesse investeerimine tähendab ja neilt, kes ei saa raha kaotamist endale lubada. Ühtlasi hoiatab ta, et sõpradelt ei tasu raha võtta ka laenutingimustel. See võib olla halb kahel põhjusel. Esiteks on risk väga suur, mistõttu peaks laenuandja teadma, et ta ei pruugi raha tagasi saada. Teiseks, juhul kui ettevõtte müüakse hiljem väga kõrge hinnaga ning laenuandja saab tagasi vaid enda raha koos

intressidega, kuid teised investorid mitmekümnekordse tootlusega, tekitab see suurt pettumust. Ohuks võib kujuneda ka omakapitali kaasamine liiga kõrge ettevõtte väärtuse hindamise juures. Ettevõtte väärtuse hinnang on oluline, et teha selgeks ettevõtte potentsiaalne väärtus ja investoritele antava osaluse suurus ning see sõltub suuresti ettevõtja ja investori vahelistest läbirääkimistest (How Startup Valuation... 2013). Ebaõiglaselt kõrge ettevõtte väärtuse hindamine võib esiteks raskendada investeeringute kaasamist hiljem; teiseks aga võib juhtuda, et esimeste investorite osaluse väärtus langeb oluliselt, tekitades taas pahameelt (Nielsen 2017: 76-80). Seetõttu pigem hoiatatakse iduettevõtjaid tuttavatelt raha kaasamise eest ning levinum on raha kaasamine muudest allikatest (Hoffmann, Radojevich-Kelley 2012: 56).

Kuigi välise kapitali kaasamine on eelseemnefaasis suure riskitaseme tõttu väga keeruline, on võimalusteks äriideede võistlused, riiklikud toetused või ärikiirendid. Äriideede võistlused on teaduslikult väheuuritud valdkond, kuid sellegipoolest hea võimalus, kust õnnestumise korral võib saada raha midagi vastu andmata. Lisaks raha võitmisele, annavad ärikonkurssid võimaluse jääda silma ka investoritele, kes võivad hilisemates faasides ettevõttesse investeerida (Gleeson 2017). Riiklikke toetusi (*grants*) antakse valdavalt sihtfinantseeringuna konkreetsete projektide jaoks ning neid võiks käsitleda nii annetuse- kui võlakapitalina. Juhul kui sihtfinantseerimisel nähakse ette lisatingimusi, mida ettevõtte peab täitma (nt kuluaruande esitamine vms), siis kajastatakse finantseeringut bilansis kohustusena seni, kuni ettevõtte on tingimustele vastanud. Sihtfinantseerimine, mida saadakse aga varasemalt tekkinud kulude eest ja millega ei kaasne tulevikku suunatud lisatingimusi, kajastatakse toetuse saamise perioodil bilansis tuluna. (Kuidas kajastada... 2010) Riiklike toetuste puhul on aga probleemiks see, et üldjuhul on vaja ka osalist omafinantseeringut, mida alustavatel ettevõtjatel ei pruugi olla; samuti on taotlusprotsess üpris aeganõudev ja bürokraatlik ning kui kokku lepitud tingimusi ei täideta, tuleb enamasti raha siiski tagasi maksta (Nielsen 2017: 164-166).

Ärikiirendi (*business accelerator*) on 3-6 kuu pikkune intensiivne programm, mis hõlmab treeninguid, mentorlust ja finantseeringut piiratud koguses. Tegemist on suhteliselt uut tüüpi ettevõtetega, mille teerajajateks on Ameerika Ühendriikides tegutsevad Y Combinator (asutatud 2005. aastal) ja TechStarts (asutatud 2006. aastal)

(*Ibid.*: 82). Kiirendid võivad olla riiklikult rahastatud, kuid levinumad on eraettevõtted, mis pakuvad 10 000 kuni 20 000 eurot finantseeringut 3-8% osaluse vastu ettevõttes (*Ibid.*: 86). Ärikiirendid on teaduslikult küllalt väheuuritud rahastusviis ning neid pole mainitud ka enamikes idufirmade rahastusvõimalusi käsitlevates artiklites. Küll aga on ärikiirenditel väga oluline roll ka edasise finantseeringu saamiseks, sest programmi lõppedes korraldatakse esitluspäev (*demo day*), mis annab idufirmadele võimaluse kontakti luua äriinglite või riskikapitalistidega (Nielsen 2017: 86). Gust.com koostatud ülemaailmse ärikiirendite raporti kohaselt (Global Accelerator Report 2015) tehti 2015. aastal ärikiirendite kaudu idufirmadesse investeringuid umbes 192 miljoni USA dollari väärtuses.

Seemnefaasis muutub sõprade ja sugulaste, ärikiirendite ning riiklike toetuste kõrval tõenäolisemaks kapitali kaasamine äriinglitelt. **Äriinglid** (*business angels* või *angel investors*) on edukad äriinimesed, kes investeerivad isiklikku raha, mille vastu saavad osaluse ettevõttes. Mõiste "ingel" tuleb 20. sajandi algusest kui rikkad ärimehed investeerisid Broadway etendustesse. (Markova ja Petkovska-Mirčevska 2009: 599) Tavaliselt investeerivad ingelinvestorid ettevõtetesse, mis neile isiklikult huvi pakuvad või mis tegutsevad valdkondades, mida äriingel tunneb. Inglid investeerivad just varase staadiumi ettevõtetesse, mille risk on veel suur ning nad on enamasti valmis idufirmasid ka nõustama. Äriinglite varasem valdkonnakogemus, kontaktvõrgustik ning ettevõtlusalane nõustamine on peamised lisaväärtused, mida ettevõtjatel on võimalik investoritelt saada. Smith (1999:5) on isegi leidnud, et kaasatava kapitali hinnast peavad paljud ettevõtjad olulisemaks just muid lisaväärtusi. Sellistelt investoritelt saadud kapitali, kes on kogenud, teadlikud ettevõtte tegevusvaldkonnast ja pakuvad seeläbi ettevõttele lisaväärtust nimetatakse targaks rahaks (*smart money*) (Kapitali kättesaadavuse... 2013: 10).

Kuigi kõik kirjandusallikad nõustuvad üheselt, et inglite investeeritav summa on suhteliselt väike, siis numbrid on eri allikates väga erinevad. Masoni (2005: 4) kohaselt on summa 10 000 kuni 100 000 Inglise naela, Markova ja Petkovska-Mirčevska (2009: 600) kohaselt 50 000 kuni 250 000 USA dollarit ning Denis'e (2004: 308) kohaselt hoopis 500 000 kuni 2 miljonit USA dollarit. Keskmise ühe investeringu suurus ingelinvestori kohta on Euroopas aga 20 000 eurot (European Early Stage... 2016).

Investeeringu suurus oleneb suuresti asukohariigist, investori kapitalibaasist, ettevõtlusvaldkonnast, konkreetse ettevõtte arengutasemest ja muudest eripäradest. Tihti moodustavad ingelinvestorid ka ühendusi, mille eesmärgiks on info jagamine, koostöö ettevõtete kohta taustauuringu tegemiseks ning ka sündikaatide moodustamine jagatud investeeringu tegemiseks ettevõtetesse (Markova ja Petkovska-Mirčevska 2009: 600). 2015. aastal tehti maailmas ingelinvesteeringuid kokku 24,1 miljardi USA dollari väärtuses (Angel Investor Statistics 2016).

Lisaks äriinglitele on oluliseks osaks varase staadiumi idufirmade finantseerimisel saanud **ühisrahastus** (*crowdfunding*). Ühisrahastus on projekti või ettevõtluse rahastamine suurema grupi eraisikute poolt professionaalsete investorite asemel. Schwienbacher ja Larralde (2010: 4) kirjeldavad ühisrahastust kui enamasti Interneti kaudu tehtud avalikku kutset pakkuda finantstoetust konkreetsele projektile annetuse, hääletusõiguse või mõne muu tasu eest. Mollick (2014: 2) lisab definitsioonile juurde ka aspekti, et ühisrahastuse käigus tehtud toetused on suhteliselt väikesed. Kuna toetuseid teevad aga suur arv üksikisikuid, on lõppsumma võrreldav ingelinvestorite poolt pakutavate finantseeringutega. Lisaks kapitali kaasamise võimalusele toovad Brown *et al.* (2017: 189) ühisrahastuse puhul välja ka selle kasutamise turunduslikel eesmärkidel. Ühisrahastuse puhul on kasutusel neli mudelit: annetus-, laenu-, hüve- või osaluspõhine mudel (Mollick 2013: 3). Järgnevalt kirjeldatakse lühidalt kõiki nimetatud ühisrahastuse mudeleid.

Annetuspõhise (*donation-based*) ühisrahastuse puhul ei soovi investorid toetuste eest midagi vastu. See mudel toimib eelkõige humanitaar- ja sotsiaalvaldkonna projektide ning mittetulundusorganisatsioonide puhul (Schwienbacher, Larralde 2010: 13). Rahastajale võib antud mudel anda võimaluse oma ühiskondlikku mainet parandada. Samuti toetatakse projekte, mis on isiklike põhimõtete tõttu olulised. Idufirmade puhul on annetuspõhise ühisrahastuse edukus vähetõenäoline, kuid ühiskondlikku või sotsiaalset väärtust pakkuvate projektide puhul võimalik. Üle 80% ühisrahastuse projektide puhul oodatakse rahalise toetuse andmise eest aga ka vastutasu. (*Ibid.* 4)

Laenupõhise (*loan-based*) mudeli puhul antakse ettevõtetele kapitali eeldusel, et kapital saadakse tagasi koos intressiga. Ka selliste mikrolaenude puhul on laenupakkujad huvitatud projekti enda sisust, mitte ei pakuta laenu vaid rahalistel eesmärkidel.

(Mollick 2014: 3) Tegemist on hea alternatiiviga kommertspankadele, mis ei ole üldjuhul alustavatele ja suure riskiga ettevõtetele valmis laenu andma. Laenupõhise ühisrahastuse puhul on idufirma jaoks eelis ka see, et raha saamise eest ei pea vastu andma osalust. Laenupakkujale on aga laenupõhine ühisrahastus paindlikum kui osaluspõhine, sest investering makstakse tagasi kindla aja tagant kogu laenuperioodi vältel. (Crowdfunding innovative... 2014: 7) Lisaks on olemas ka nn andestatava laenu mudel (*forgivable loan*), mille puhul investor hakkab intressi saama alles siis, kui projekt hakkab teenima tulu või kasumit (Pachen 2017: 181).

Hüvitis põhise (*reward-based*) mudeli puhul pakutakse toetajatele finantseeringu eest vastu hüvesid, näiteks võimalust saada mainitud toetajate nimekirjas, panustada toote valmimisse või kohtuda projekti loojatega. Mudel on hea ka tulevikunõudluse ennustamise eesmärgil, kuna võimaldab oma toote kohta saada vahetut tagasisidet (Crowdfunding innovative... 2014: 6). Levinud on ka mudeli kasutamine eelmüügi otstarbeks, pakkudes toetajatele võimalust saada toode esimesena või soodsamalt. (Mollick 2014: 3) Siiski kaasneb ka selle ühisrahastusmudeliga risk, et toode ei pruugi tegelikult töötada või valmis saada. Tasul põhineva mudeli platvormidest on tuntuimad Kickstarter ja Indiegogo, samuti Eesti platvorm Hooandja, mis keskendub küll peamiselt kultuurivaldkonnaga seotud projektidele.

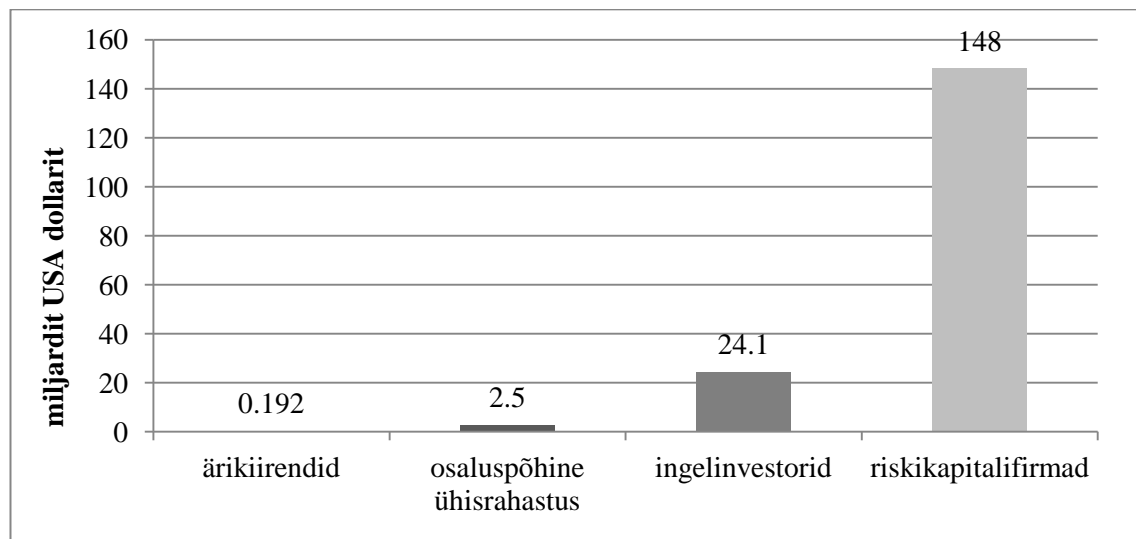
Viimane olulisem ühisrahastuse mudel on osaluspõhine (*equity-based*) ühisrahastus. Kuna magistritöö empiiriline osa keskendub eelkõige osaluspõhistele finantseerimisallikatele, siis käesoleva töö kontekstis on tegemist oluliseima ühisrahastusmudeliga. Selle mudeli puhul käsitletakse rahastajaid investoritena ning nad saavad ettevõttes investeringu tegemise eest osaluse (Mollick 2014: 3; Pachen, 2017: 181). Seega pakub antud mudel sarnaselt laenupõhisele mudelile samuti selget finantsilist tulu, kuid investeringu tasuvust tuleb oodata oluliselt pikemat aega. See mudel ei ole kõikides jurisdiktsioonides aga legaalne, mistõttu on osaluspõhine ühisrahastus paljudes riikides siiani võimatu ning ka üldiselt maailmas vähe kasutatud (Mollick 2014: 3). Samuti on endiselt mõningate ühisrahastusplatvormide puhul vajalik olla akrediteeritud investor. Tegemist on aga kõige kiiremini kasvava ühisrahastusmudeliga, mille levik üha suureneb. (Pachen 2017: 181)

Paschen (2017: 183) kohaselt on ühisrahastus sobivaim ettevõtete kasvufaasis. Selles faasis on kapitalivajadus suur, kuid kättesaamatu teiste ühisrahastuse mudelite kaudu. Osaluspõhine ühisrahastus on sobiv ka tavainimestele suunatud toodete puhul, kuna investoritest võivad saada lojaalsed kliendid. Lisaks võimaldab mudel luua võrgustiku, kuhu kuuluvad inimesed on ettevõtte edust huvitatud ning seetõttu ka valmis kaasa aitama (Schwienbacher, Larralde 2012: 12). Teisalt tuleb aga silmas pidada, et osaluspõhine ühisrahastus tekitab ettevõttele suure koguse osanikke, kel on õigus ettevõtte kohta infot saada. Lisaks eelistavad enamasti professionaalsed investorid investeerida ettevõttesse, mille osanike struktuur on lihtsam. (Crowdfunding innovative... 2014: 7) 2015. aastal tehti maailmas osaluspõhise ühisrahastuse kaudu idufirmadesse investeeringuid 2,5 miljardi dollari väärtuses (Crowdfunding industry statistics 2016). Kusjuures enamik tehingutest on alla 600 000 euro ja keskmine tehingu suurus on 170 000 eurot (Research Report 2014: 22).

Varases kasvufaasis ning vahel stardifaasis lisanduvad nimetatud finantseerimisallikatele ka **riskikapitali** (*venture capital* ehk VC) ettevõtted või fondid. Tegemist on investeerimisinstrumendiga, mis on loodud väikese grupi inimeste poolt. Riskikapitalistid üldiselt ei investeeeri enda raha või moodustab nende enda raha väikese summa fondi väärtusest. Rahalised vahendid saadakse erinevatelt institutsioonidelt või eraisikutelt, kes usaldavad oma raha riskikapitalistide hoolde kas oskuste või aja puudumise tõttu. (Nielsen 2017: 120) Metrick ja Yasuda (2011: 621) kohaselt on riskikapitalifirma finantsvahendaja, mis investeerib teiste investorite raha eraettevõttesse ning võtab aktiivse rolli portfelli ettevõtete kasvatamisel. Lisaks on riskikapitalifirma eesmärgiks maksimeerida enda finantstulu olemasolevatel investeeringutelt läbi ettevõtte osaluse müügi või avaliku pakkumise (*initial public offering* ehk IPO) ning rahastada seeläbi riskikapitali ettevõtte sisemist kasvu. (Metrick ja Yasuda 2011: 621)

Riskikapitali investeeringud algavad enamasti miljonist eurost ning võivad küündida mitmesaja miljonini. 2015. aastal tehti ülemaailmselt idufirmadesse riskikapitaliinvesteeringuid 148 miljardi USA dollari väärtuses ning ligikaudu 8400 tehingut (EY Global venture... 2015: 3). Joonisel 2 on välja toodud seni kirjeldatud

peamiste osaluspõhiste finantseerimisallikate poolt tehtud investeeringute suurus aastast 2015. aasta andmete põhjal.



Joonis 2. Osaluspõhiste finantseerimisallikate poolt tehtud investeeringute suurus 2015. aastal ülemaailmselt.

Allikas: (EY Global venture... 2015: 3; Crowdfunding industry statistics 2016; Angel Investor Statistics 2016; Global Accelerator Report 2015). autori koostatud.

Kuigi riskikapital on oluline kiire kasvu saavutamiseks ning üks väheseid võimalusi mitmemiljoniliste investeeringute kaasamiseks, on Nielsen (2017: 128) kohaselt ligikaudu 50% riskikapitalistide poolt finantseeritud ettevõtetest ebaedukad. Selle põhjuseks võib olla üldine suur riskitase, kuid ka see, et riskikapitalistid ootavad väga suuri investeeringust väljumisi suhteliselt lühikese aja jooksul, mistõttu nad tihti sunnivad ettevõtteid järgima väga riskantseid strateegiaid. See on eelkõige probleemiks, kui tehnoloogia pole veel piisavalt tõestatud ning kiire kasv tuleb ettevõtte jaoks liiga vara. Nielsen (2017: 129) väidab, et "liiga palju finantseeringut liiga varases idufirma staadiumis võib viia läbikukkumiseni". Seega riskikapitali investeering on hea kiire kasvu saavutamiseks, kuid kui toode pole veel väiksemal skaalal tõestatud, võib see pigem kahjuks tulla.

Tabelis 2 on välja toodud nimetatud idufirmade finantseerimiseks kasutatavad finantseerimisallikad ning nende sobivused vastavalt ettevõtte arengufaasile. Tumehallilt on märgitud arengustaadiumid, kus vastav finantseerimisallikas enamlevinud on ja helehallilt need, kus vastav finantseerimisallikas samuti võimalik on, kuid juba vähem levinumalt. Seejuures tasub olla tähelepanelik, et iduettevõtete

finantseerimist arengufaaside järgi ei aetaks segi investeerimiskordadega (*investment round*). Investeerimiskorrad sõltuvad enamasti konkreetsete püstitatud eesmärkide täitmisest ja need algavad seemnekapitaliga, millele järgnevad A-, B- ja C-seeria investeeringud. (Delventhal 2015; Tuisk 2016: 17)

Tabel 2. Idufirmade finantseerimisallikad vastavalt arengufaasidele.

Finantseerimisallikas	Eel-seemne-faas	Seemne-faas	Stardi-faas	Kasvu-faas	Küpsus-faas
Ettevõtja isiklik raha					
Sõbrad ja perekond					
Ärikonkurssid					
Riiklikud toetused					
Kiirendid					
Äriinglid					
Annetuspõhine ühisrahastus					
Hüvitis põhine ühisrahastus					
Laenupõhine ühisrahastus					
Osaluspõhine ühisrahastus					
Riskikapital					
Sisemised ressursid					
Strateegilised investorid					
Kommertspangad					
Aktsiaturud					

Allikas: (Süsi 2015:14, Paschen 2017: 182-183; Looser, Schläpfer 2001: 115); autori koostatud.

Tabelist on näha, et ettevõtte arengufaasides on sobivate investorite osas mõningaid kattuvusi. Seega on ettevõtjatel erinevate finantseerimisallikate vahel võimalik valida. Erinevate allikatega kaasnevad aga oma positiivsed ja negatiivsed aspektid, millega ettevõtja peab arvestama. Käesoleva magistritöö puhul keskendutakse eelkõige välistele osaluspõhistele finantseerimisallikatele, nagu kiirendid, äriinglid, osaluspõhine ühisrahastus ja riskikapital (märgitud tabelis 2 tumeda kirjaga). Seejuures jäetakse põhjalikumast fookusest välja strateegilised investorid ning aktsiaturud, kuna tegemist on alles hilises staadiumis võimalike finantseerimisallikatega, mille kõne alla tulekul on ettevõtte juba ennast tõestanud, riskitase vähenenud ja ettevõtte enamasti seega startup-faasi läbinud. Tabel 3 toob kokkuvõtlikult välja nimetatud peamise nelja osaluspõhise idufirmade finantseerimisallika (kiirendid, äriinglid, ühisrahastus ja riskikapital) plussid ja miinused ettevõtja seisukohast lähtuvalt.

Tabel 3. Osaluspõhiste finantseerimisallikate peamised plussid ja miinused

Finantseerimisallikas	Finantseeringu suurus	Plussid	Miinused
Kiirendid	Keskmiselt 20 000 eurot	<ul style="list-style-type: none"> • mentorlus • kontaktvõrgustik • õppimine teiste ettevõtjate kogemusest • osalemine mainekas kiirendis lihtsustab edasisi kapitali kaasamisi • sobiv ka väga varases staadiumis 	<ul style="list-style-type: none"> • ajakulukas • finantseering suhteliselt väike • nõuab enamasti kohalkäimist ja seega võib finantseering kuluda puhtalt elamiskulude katteks • kiirendid erinevad oma taseme poolest oluliselt
Osalus-põhine ühis-rahastus	Keskmine 170 000 eurot (kuni 600 000 eurot, harvem üle 1 miljoni euro)	<ul style="list-style-type: none"> • investoritest võivad saada esimesed kliendid • suur hulk inimesi, kes on ettevõtte edukusest huvitatud • lai kontaktvõrgustik 	<ul style="list-style-type: none"> • ettevõttes palju väikeosanikke • väikeosanikuks võib sattuda isik, keda osanikuks ei sooviks • ebaprofessionaalsete investorite puhul oht pettumusteks • ei kaasne abi juhtimiskogemuse või teadmiste mõistes
Äriinglid	keskmine 20 000 eurot (võib varieeruda 10 000 kuni 2 miljoni euro vahel)	<ul style="list-style-type: none"> • kaasnevad mitmed lisaväärtused: kogemused, teadmised, kontaktvõrgustik • ettevõtjad enamasti säilitavad kontrollõigused 	<ul style="list-style-type: none"> • kõik inglid pole huvitatud enda aja panustamisest ning lisaväärtuste pakkumisest • kapitalibaas piiratud suurusega
Riski-kapitali-firmad	keskmine 17 miljonit eurot (võib varieeruda miljoni kuni mitmesaja miljoni euro vahel)	<ul style="list-style-type: none"> • suur finantseerimisvõimekus • sobiv kiire kasvu võimendamiseks • investeeringuga kaasneb tugev juhtimisoskus 	<ul style="list-style-type: none"> • väikesed tehingud ei paku huvi • ei sobi varase staadiumi ettevõtete jaoks • liiga varases staadiumis kaasamine viib liiga varase kasvuni ja suurendab tõenäosust läbi kukkuda • enamasti kaotavad asutajad suure osa otsustusõigust

Allikas: (Brown *et al.* 2017: 189; European Early Stage... 2016; EY Global venture... 2015: 3; Global Accelerator Report 2015; Metrick, Yasuda 2011: 621; Mollick 2014: 2-3; Nielsen 2017: 86, 128-129; Paschen 2017: 181-183; Schwienbacher, Larralde 2012: 12-13; Smith 1999:5; Research Report 2014: 22) ; autori koostatud

Tabelist on näha, et kõikidel nimetatud osaluspõhistel finantseerimisallikatel on mitmeid positiivseid ja negatiivseid külgi, mida iduettevõtjatel tuleb enne kapitali kaasamist kaaluda. Eri finantseerimisallikate vahel valimine sõltub oluliselt ettevõtte arengustaadiumist ja ettevõtte tegevusvaldkonnast. Lisaks finantseerimisallika eripäradele mõjutavad ettevõtjate finantseerimisotsuseid ka tegurid, mis on sõltuvuses

ettevõtjate psühholoogilistest omadustest, ettevõtte eripäradest või konkreetsete investorite omadustest. Neid tegureid kirjeldatakse põhjalikumalt järgmises alapeatükis.

1.2. Otsust mõjutavad tegurid finantseerimisallika valikul

Antud alapeatükis tehakse ülevaade erinevatest teooriatest ja varasematest uuringutest, mis käsitlevad iduettevõtjate otsust mõjutavaid tegureid kapitali kaasamisel. Kirjeldatakse tegureid, mis mõjutavad idufirma juhtide otsust sobiva finantseerimisallika valikul ning seejuures keskendutakse just teguritele, mis võivad mõjutada ettevõtjate otsust erinevate finantseerimisallikate vahel valimisel osaluspõhise kapitali kaasamisel.

Üks varasemaid ja olulisemaid teooriaid, mis käsitleb ettevõtjate finantseerimisotsusi mõjutavaid tegureid on finantshierarhia teooria (*pecking order hypothesis*). Kuigi teooriat on käsitletud ka varasemalt, formuleerisid selle esimesena 1980. aastatel Myers ja Majluf (1984). Teooria kujutab endast finantseerimisallikate konkreetset paremusjärjestust, mille kohaselt ettevõtte kasutab ära soodsamad finantseerimisallikad enne vähemsoodsate kasutusele võtmist. Finantseerimisallikate järjestus on koostatud peamiselt finantseerimisallikate rahalise maksumuse põhjal, mida mõjutab ka informatsiooni asümmeetria investorite ja ettevõtjate vahel ning kontrolli vähenemine mõningate finantseerimistüüpide puhul. Finantshierarhia teooria kohaselt eelistavad ettevõtjad oma ettevõtte arendamiseks kasutada eelkõige sisemisi ressursse, millele järgnevad laenupõhised finantseerimisviisid. Alles viimase variandina kasutatakse osaluspõhiseid finantseerimisallikaid. Seejuures on ettevõtjad valmis omakapitali kaasama vaid juhul, kui usutakse, et see on ainus võimalus rikkuse suurendamiseks. (Myers, Majluf 1984: 6)

Finantshierarhia eksisteerimisele on lisaks informatsiooni asümmeetriale ning soovile rikkust maksimeerida veel mitmeid põhjendusi. Üheks neist on, et ettevõtjaid ei soovi kasutada väliseid kapitaliallikaid, kuna enamasti toob see endaga kaasa ettevõtte tegevuse jälgimise investorite poolt (k.a. pankade poolt) ning juhtkonna otsustusvabaduse piiramise. Samuti võivad kaasneda muutused ettevõtte tippjuhtkonna koosseisus. Lisaks on oluliseks aspektiks laenupõhise kapitali eelistamisel välisele omakapitalile ka kapitali kaasamisega seotud transaktsioonikulud. Kui sisemise

omakapitali kasutamisel transaktsioonikulud praktiliselt puuduvad, siis laenukapitali puhul on kulud üldjuhul oluliselt madalamad võrreldes välise omakapitaliga. Seetõttu eelistatakse sisemisi allikaid välistele ning väliste allikate puhul laenukapitali omakapitalile. (Baskin 1989: 27; Sander 2003: 171)

Samas on finantshierarhia teooria aga koostatud pigem suurte traditsiooniliste ettevõtete finantseerimisotsuseid analüüsides. Kui finantshierarhia teoorias pööratakse tähelepanu asümmeetrilisele informatsioonile investorite ja ettevõtjate vahel, siis idufirmade puhul on informatsiooni asümmeetria oluliselt suurem võrreldes traditsiooniliste ettevõtetega. See teeb investorite jaoks idufirmadesse investeerimise riskantsemaks ning seeläbi mõned finantseerimisallikad ka kättesaamatuks. Finantshierarhia teooria paikapidavust idufirmade puhul on veel vähe uuritud, ehkki mõned uurimused sel teemal siiski on.

Paul *et al.* (2007) uurisid finantshierarhia teooria paikapidavust 20 Šotimaa iduettevõtte põhjal. Uuringu tulemustel selgus, et finantshierarhia teooria peab idufirmade puhul paika vaid osaliselt. Kinnitust sai, et eelkõige kasutatakse rahastamiseks sisemisi ressursse. Osaluspõhine kapital oli aga eelistatum laenukapitalile. Peamiseks põhjenduseks olid muud lisaväärtused, mida investor idufirmale pakub, näiteks juhtimiskogemus. Selliste väärtuste pakkumise nimel on idufirmad nõus ka osalusest loobuma. Samuti toodi välja aspekt, et võrreldes laenupõhise kapitaliga, ei nõua osaluspõhise kapitali kaasamine isiklikke garantiisid iduettevõtjate endi poolt. Seega kui finantshierarhia teooria kohaselt suhtutakse välisesse omakapitali kui kallimasse kapitali, siis uuringus kohaselt oli osaluspõhise kapitali kaasamine ettevõtjate jaoks pigem väärtuslik, pakkudes ka muid lisaväärtusi. Küll aga tuuakse uuringu piiranguna välja, et kõik osalenud idufirmad olid edukalt kaasanud välist omakapitali, mistõttu võivad uuringu tulemused erineda nende puhul, kellel osaluspõhise kapitali kaasamine ei ole õnnestunud. (Paul *et al.* 2007: 16-17)

Sarnaselt on finantshierarhia teooria vaid osalist paikapidavust tõestanud ka Hogan ja Hutson (2005) Iirimaa uute tarkvara- ja tehnoloogiaettevõtete põhjal. Uuringu tulemusel tuli välja, et ettevõtjad eelistavad osaluspõhist kapitali laenupõhisele. Seejuures selgus, et valikut osaluspõhise või laenupõhise finantseeringu kaasamise vahel mõjutavad ettevõtjate eesmärgid ja ettevõttega alustamise põhjus. Uuringus osalenud 117 ettevõttest vaid 15% väitsid, et nende põhimotiiv ettevõtlusega alustamiseks oli soov

olla iseseisev. Enamus ettevõtjate jaoks oli iseseisvusest olulisem soov teha midagi innovaatilist. Lisaks toodi välja, et ettevõtjad "eelistavad pigem omada väikest osa suurest ettevõttest kui suurt osa väikesest ettevõttest". Seega võiks uuringu tulemusena öelda, et iduettevõtjad ei karda niivõrd kontrollikaotust ning sellest olulisem on oma innovaatilise toote arendamine ja ettevõtte kasv, mistõttu on eelistatum ka osaluspõhine kapital. (Hogan, Hutson 2005: 383-384)

Kinnitust, et finantshierarhia teoorias välja toodud tüüpiline paremusjärjestus ei pea idufirmade puhul paika, saadi ka Arthertoni (2012) tehtud uuringuga, mis viidi läbi 20 Inglismaa idufirma vahel. Selgus, et isegi kui idufirmad eelistaksid kasutada sisemisi ressursse ettevõtte arendamiseks, ei ole need enamasti piisavad, kuna käivet pole tekkinud. Laenude puhul kasutati pigem pikaajalist laenu kui lühiajalist. Samas kaldusid uuringus osalenud idufirmad finantseeringuid kaasama erisugustest allikatest, et mitte olla sõltuvad vaid ühest allikast. Seega otsiti erinevaid finantseerimisvorme erinevatelt pakkujalt ning eelistati pigem mitut investorit ühele. (Artherton 2012: 42) Seejuures tuuakse uuringu tulemustes veel välja, et ettevõtte kapitalistruktuur on mõjutatud mitmetest faktoritest, mille hulka kuuluvad näiteks ettevõtjate endi võimekus kapitali kaasamiseks ning teadlikkus erinevatest finantseerimisviisidest või erinevad uute ettevõtetega seotud piirangud, mis tulenevad sellest, et toote või teenuse sobivus pole veel tõestatud (*Ibid.* 43).

Ehkki nimetatud uuringute põhjal võiks öelda, et idufirmade puhul ei pea finantshierarhia teooria paika, on tehtud ka uuringuid, mis jõuavad vastupidisele tulemusele. Korityak ja Fichtel (2014) uurisid kaheksa Rootsi idufirmaga tehtud intervjuude põhjal kasvule orienteeritud idufirmade finantseerimisotsuseid mõjutavaid tegureid. Uuringus osalenud idufirmade puhul pidas finantshierarhia teooria paremusjärjestus paika ehk eelkõige kasutati finantseerimiseks sisemist kapitali, seejärel laenukapitali ning viimasena osaluspõhist kapitali. Samas on aga uuringus välja toodud, et tulemused võisid olla oluliselt mõjutatud Rootsi startup-ökosüsteemist. Nimelt on Rootsis riiklik organisatsioon ALMI, mis pakub iduettevõtjatele laenukapitali tingimustel, mis on oluliselt erinevad pankade pakutavatest tingimustest. Seejuures tuuakse välja, et osaluspõhist kapitali eelistatakse siiski pangalaenudele. (Korityak,

Fichtel 2012: 33) Siit järeldub, et ettevõtjate finantseerimisotsused on oluliselt mõjutatud ka kohalikust startup-ökosüsteemist.

Teine olulisem finantseerimisallika valikut käsitlev teooria on Sapienza *et al.* (2003) analüüsitud enesemääratluse teooria (*self-determination theory*). Kui finantshierarhia teooria kohaselt teevad ettevõtjad finantseerimisotsused ratsionaalsetel kaalutlustel ning põhieesmärk on rikkuse maksimeerimine, siis Sapienza *et al.* (2003: 111) kohaselt on otsused mõjutatud majanduslike ja psühholoogiliste tegurite tasakaalust. Nad leiavad, et paljude idufirmade jaoks pole ettevõtlusega alustamise peamiseks eesmärgiks mitte rikkuse maksimeerimine, vaid eneseteostus ja tahe olla oma ettevõtte juht. Seega on finantseerimisallika valik mõjutatud sellest, kumb motiiv on olulisem. Juhul, kui üks motiiv domineerib oluliselt teise üle, on finantseerimisotsused lihtsamad; kui vahe on väiksem, on ka otsust teha keerulisem. (*Ibid.*: 111)

Enesemääratluse soov on tihedalt seotud ka kontrollõiguse hoidmisega. Isegi kui väline omakapital on saadaval ning vajalik ettevõtte kasvu kiirendamiseks ja rikkuse suurendamiseks, on mõne ettevõtja jaoks otsustusõiguse säilitamine nii tähtis, et välist kapitali välditakse (*Ibid.*: 111). Otsustusõiguse säilitamise olulisust kinnitab ka Korityaki ja Fichteli (2014: 33) uuringu järeldus, mille kohaselt ettevõtjad võivad osalust ära anda nii kaua kuni nad säilitavad otsustusõiguse.

Sapienza *et al.* (2003) enesemääratluse teooria ning Myersi ja Majlufi (1984) finantshierarhia teooria kirjeldavad ettevõtjate finantseerimisotsuseid sõltuvalt ettevõtjate psühholoogiast. Ettevõtjate finantseerimisotsuseid mõjutavad lisaks psühholoogilistele teguritele aga ka mitmeid teised tegurid, näiteks ettevõtjate teadlikkus finantseerimisallikatest, ettevõtte omadused ja riskitase ning investorite omadused. Varasematele uuringutele tuginedes võiks finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid jagada kaheks: ettevõtja ja ettevõtte omadustega seotud tegurid ehk nõudluspoolsed tegurid ning investori omadustega seotud tegurid ehk pakkujapoolsed tegurid. Tabel 4 annab ülevaate erinevatest finantseerimisallika valikut mõjutavatest teguritest ning neid tegureid käsitlenud autoritest.

Tabel 4 . Finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid ja neid käsitletud olulisemad autorid

Finantseerimisallika valikut mõjutav tegur	Teemat käsitletud autor
ETTEVÕTJA JA ETTEVÕTTE OMADUSED	
Psühholoogilised tegurid: - rikkuse maksimeerimine - enesemääratlus - otsustusõiguse kontroll	Myers, Majluf (1984); Sapienza <i>et al.</i> (2003); Korityak, Fichtel (2012)
Teadlikkus finantseerimisallikatest	Van Auken (2001); Seghers <i>et al.</i> (2009)
Haridus ja varasem kogemus	Colombo ja Grilli (2005); Hsu (2007); Sapienza (2003); Smith (1999)
Ettevõtja sugu, rass, vanus	Frid <i>et al.</i> (2016); Smith (1999)
Ettevõtja jõukusetase	Frid <i>et al.</i> (2016)
Usk ettevõtte potentsiaali	Chaganti <i>et al.</i> (1995);
Ettevõtte suurus ja materiaalsed põhivarad	Cassar (2004)
Ettevõtte areng ja produktiivsus	Bettignies, Brander (2007)
FINANTSEERIMISALLIKA OMADUSED	
Kapitali kaasamise tingimused ja hinnang ettevõtte väärtusele	Smith (1999); Bettignies, Brander (2007)
Investori maine	Hsu (2004); Smith (1999)
Muud kaasnevad lisaväärtused: - valdkonnakogemus - kontaktvõrgustik - abi juhtimisküsimustes	Smith (1999); Hellmann, Puri (2002)
Investori asukoht	Smith (1999)
Investori olemasolev kapitalibaas	Smith (1999)
Investorite staaž	Smith (1999)
Isiklik usaldus	Nielsen (2017)

Allikas: autori koostatud

Üks olulisi finantseerimisotsuseid mõjutavaid tegureid on teadlikkus erinevatest finantseerimisallikatest ning nende spetsiifikast. Teemat on uurinud Van Auken (2001), kes viis läbi küsitluse 142 USA ettevõtja seas, et uurida seost finantseerimisvõimaluste teadlikkuse ja läbirääkimisoskuse vahel välise kapitali kaasamisel. Samuti on valdkonda uurinud Seghers *et al.* (2009), kes analüüsis ettevõtjate inimkapitali mõju nende teadlikkusele finantseerimise alternatiividest 125 Belgia idufirma seas. Seghers *et al.* (2009: 8) toovad välja, et ettevõtjate teadlikkus finantseerimisalternatiivide eripäradest on piiratud, mistõttu valitakse vaid nende alternatiivide vahel, millest ollakse teadlikud, ehkki alternatiiv ei pruugi olla sobivaim. Sarnaselt väidab ka Van Auken (2001: 244), et ettevõtjad, kes pole teadlikud raha kaasamise alternatiividest valivad tõenäolisemalt ebaefektiivsema kapitali. See omakorda tähendab suuremat riski ja kallimat kapitali.

Samuti võivad investorid sellistesse ettevõtetesse suhtuda kui halvasti juhitud ettevõtetesse ning olla vähemaltid investeerima. Mida parem teadlikkus on ettevõtjatel erinevatest finantseerimisalternatiividest, seda tõenäolisemalt on ta võimeline läbi rääkima ja saama endale sobivaima tehingu. (Van Auken 2001: 244) Mõlema uuringu kohaselt selgub samuti, et ettevõtjad on teadlikumad traditsioonilisematest finantseerimisallikatest ja kõige vähem teadlikud riiklikest finantseerimisvõimalustest. Seghers *et al.* (2009: 8) lisavad, et kõige piiratum on ettevõtjate teadlikkus just idufirmade kasvu rahastamiseks suunatud viisidest.

Seghers *et al.* (2009: 8) leiab veel, et teadlikkus ja seeläbi mõju finantseerimisotsustele on seotud ka ettevõtjate hariduse ja kogemusega ehk inimkapitaliga. Nimelt varasema finants- ja raamatupidamiskogemuse või haridusega ettevõtjatel on finantseerimisalternatiividest suurem teadlikkus. Ettevõtjate hariduse ja varasema kogemuse mõju finantseerimisotsustele on uurinud täpsemalt Colombo ja Grilli (2005), Hsu (2007) ning Smith (1999). Colombo ja Grilli (2005: 812) leiavad, et varasema juhtimiskogemusega ettevõtjad otsivad tõenäolisemalt välist omakapitali. Samas säilitavad varasema ettevõtluskogemusega asutajad aga rohkem kontrollõigust (Wassermann 2017: 23). Selle põhjuseks võib olla nii parem läbirääkimisoskus, teadlikkus kui ka investorite kõrgem hinnang ettevõtte väärtusele tänu kogenud juhile. Smith (1999: 8) leidis aga, et varasema raha kaasamise ja ettevõtluskogemusega ettevõtjad pidasid investorite lisaväärtusi väheoluliseks, samas vähese või puuduva kogemusega ettevõtjate jaoks olid lisaväärtused väga olulised. Selle kohaselt eeldab autor, et vähese kogemusega ettevõtjad soovivad võrreldes suurema kogemusega ettevõtjatega tõenäolisemalt kaasata välist omakapitali, sest tahavad, et investorid oleks nende ettevõtte edukusest huvitatud ja aitaks ettevõtte kasvule kaasa.

Tähelepanu tuleks pöörata ka sellele, et ettevõtjate varasem kogemus ja haridus ei pruugi mõjutada kapitalistruktuuri kujunemist vaid ettevõtja otsuse tõttu, vaid haridus ja kogemus avaldavad olulist mõju ka investorite investeerimisotsusele. Talaia *et al.* (2016) uuringust Itaalia ettevõtjate seas selgub, et mida kõrgem on haridus, seda suurem on kaasatud kapitali hulk. Seejuures on suurim mõju just ärijuhtimise kraadil, mille põhjuseks võib Talaia *et al.* arvates olla nende ettevõtjate parem äriplaani kirjutamise ja kommunikeerimise oskus, kuid ka investorite silmis suurema usaldusväärsuse

saavutamine (Talaia *et al.* 2016: 370). Hsu (2007: 738) toob välja, et eelnev ettevõtte asutamise kogemus (eriti finantsiliselt edukas kogemus) suurendab tõenäosust riskikapitali investeeringu saamiseks otseste sidemete kaudu. Samuti suurendab varasem ettevõtluskogemus ka ettevõtte väärtust. Positiivne mõju nii tõenäosusele kaasata raha riskikapitalistidelt kui ka kõrgema ettevõtte väärtusega on ka doktorikraadil (Hsu 2007: 738).

Magistritöö empiirilises uuringus ei pöörata finantseerimisotsuste mõistmisel tähelepanu ettevõtluskogemusele ja haridusele, kuid siiski on oluline mõista, et need võivad mõjutada nii ettevõtjal finantseerimisallika valikut kui ka investoril idufirmasse investeerimise otsust. Varasemast ettevõtluskogemusest ja haridusest olulisem on antud töös hoopis ettevõtjate varasem kogemus kapitali kaasamisega. Seda aspekti on mingil määral käsitlenud Sapienza *et al.* (2003: 128), kes väidavad, et ettevõtjad, kelle varasem ettevõtmine on olnud ebaedukas, on tõenäolisemad otsima abi väljapoolt ja kuulama teiste arvamust. Kui aga ettevõtmine on olnud edukas, peavad ettevõtjad edukust tõenäolisemalt enda otsuste tagajärjeks ning soovivad suuremat otsustusõigust ka praeguses ettevõtmises. Seda isegi juhul, kui praegune ettevõtmine on pigem ebaedukas. Ettevõtjad on ka tõenäolisemalt valmis oma otsustusõigust jagama ja kaasama välist omakapitali kui neil on varasemalt positiivne omakapitali kaasamise kogemus. (Sapienza *et al.* 2003: 128) Lisaks toob Smith (1999: 9) välja huvitava tähelepaneku, et varasema raha kaasamise kogemusega ettevõtjad on oluliselt rahulolevamad investori valikuga kui need, kel varasemat kogemust polnud.

Ehkki neid aspekte käesoleva magistritöö empiirilises osas ei analüüsita, toob autor siiski siinkohal ülevaate ka varasematest uuringutest ettevõtte finantseerimisotsuste ning ettevõtja jõukuse, soo, rassi ja vanuse seoste kohta. Cassar (2004) kohaselt mängivad ettevõtjate omadused olulist rolli finantseerimisotsustes. Ettevõtjate ligipääsu välisele kapitalile ja selle seost ettevõtja jõukusetasemega uurisid Frid *et al.* (2016) USA ettevõtjate põhjal. Uuringu tulemusel leiti, et vähem rikkastel ettevõtjatel on võrreldes rikkamatega väiksem tõenäosus kaasata välist finantseeringut ning isegi kui nad seda teevad, siis on summad väiksemad (Frid *et al.* 2016: 547). Selle põhjuseks on piiratum kontaktvõrgustik ning seetõttu võimaluse puudumine kaasata raha kontaktvõrgustiku siseselt (*Ibid.*: 547). Chaganti *et al.* (1995) kohaselt mõjutavad ettevõtte

kapitalistruktuuri kujunemist ka ettevõtjate eesmärgid ning usk ettevõtte potentsiaali. Seejuures ettevõtjad, kes on enesekindlad ja usuvad, et ettevõtte on potentsiaali olla edukas, otsivad tõenäolisemalt välist omakapitali kui laenukapitali (Chaganti *et al.* 1995: 16).

Frid *et al.* (2016: 547) uurisid ka ettevõtja soo, rassi ja vanuse seost finantseerimisküsimustes ning leidsid, et sool ja rassil pole välise kapitali kaasamise suurusega seost, kuid vanuse kasvades on tõenäoline, et kaasatud välise kapitali hulk väheneb. Ka Smith (1999) leidis, et pole märgata, et ettevõtja sugu või rass mõjutaks finantseerimisallika valikut, kuid seos vanusega on olemas. Seejuures nooremad ettevõtjad olid kõige huvitatumad investorite lisaväärtustest (nt kogemus või kontaktvõrgustik), kuid investori reputatsioon oli nende jaoks väheoluline. Tõenäoliselt ootuse tõttu saada investoritelt ka muid lisaväärtusi peale raha, oli nooremate ettevõtjate jaoks oluline ka investori asukoht. Keskmise vanusega ehk 40-50 aastaste ettevõtjate seas oli kõige olulisem investori valikul aga investori maine. (Smith 1999: 9)

Finantseerimisallika valik on mõjutatud mõnevõrra ka ettevõtte omapäradest. Cassar (2004) uuris ettevõtete suuruse ja materiaalse põhivara rolli kapitalistruktuuri kujunemisel ja leidis, et suurema ettevõtte puhul on tõenäolisem, et otsustatakse kasutada pangalaenu. Samuti on laenukapitali kasutamine tõenäolisem ka materiaalse põhivara olemasolu korral. (Cassar 2004: 277) Magistritöö autori arvates võivad need kaks väidet olla põhjustatud aga ka pangalaenude kättesaadavusest nimetatud ettevõtetele ehk juhul, kui ettevõtte on suur ning tal on piisavalt materiaalselt põhivara, siis talle lihtsalt antakse tõenäolisemalt pangalaenu. Lisaks võib ettevõtja otsust finantseerimisallika valikul mõjutada ka ettevõtte areng ja produktiivsus. Seda seetõttu, et juhul, kui ettevõtte produktiivsus on madal, võib ettevõtja oodata investorilt abi juhtimisalastes küsimustes. Seega väidavad Bettignies ja Brander (2007: 808), et juhul kui riskikapitalisti produktiivsus on suur ja ettevõtte produktiivsus madal, eelistatakse riskikapitali investeerimist tõenäolisemalt pankadele. Samuti väidavad samad autorid, et juhul kui riskikapitalistid oleksid vaid finantsasutused ning ei pakuks ettevõtjatele muid lisaväärtusi, oleks laenukapital pankadelt igal juhul eelistatum (*Ibid.*: 825).

Siinkohal olekski oluline välja tuua lisaks põhjalikult analüüsitud ettevõtjate ja ettevõtteomadustele ka finantseerimisallikate omadused, mis võivad mõjutada ettevõtjate valikut

finantseerimisotsustes. Peamiselt on kõik eelnevalt nimetatud uurimused oma põhifookusesse seadnud finantseerimisotsuste tegemist mõjutavad tegurid laenu- ja osaluspõhise kapitali kaasamisel. Sapienza *et al.* (2003: 113) tõid välja ka selle, et finantshierarhia teooria keskendub vaid laenu- ja osaluspõhise kapitali vahel valimisele, kuid vaikib ühesuguseid tingimusi pakkuvate investorite vahel valimise kohta. Valikut laenukapitali ja välise omakapitali vahel teha on mõnevõrra lihtsam, sest tegemist on niivõrd erinevate kapitali kaasamise viisidega. Osaluspõhine kapital nõuab enamasti ettevõtjalt suuremat ohverdust otsustusõiguse kaotamise mõttes ning mõjutab edaspidiseid strateegilisi otsuseid oluliselt enam kui laenukapital (*Ibid.*: 124). Valikut ühesuguste kapitali kaasamise viiside vahel on teha aga juba keerulisem.

Sapienza *et al.* (2003) väidavad, et ühetüübiliste finantseerimisallikate vahel valimine on mõjutatud eelkõige sellest, kui oluliseks peavad ettevõtjad enesemääratlust ning kui suur oht erinevatel finantseerimisallikatel kontrollõiguse kaotamisele avaldub. Kahtlemata on nimetatud tegurid ka ühetüübiliste finantseerimisallikate vahel valimisel olulised, kuid magistritöö autor usub, et sel juhul on olulisemad otsust mõjutavad tegurid seotud eelkõige just kapitalipakkuja omadustega. Järgnevalt kirjeldatakse erinevaid investori omadusi, mis finantseerimisotsust mõjutavad koos ülevaatega neid käsitlenud autoritest.

Riskikapitalistide poolt finantseeritud ettevõtetes vahetatakse tõenäolisemalt asutajast tegevjuht välja ettevõttevälise tegevjuhi vastu kui riskikapitalide poolt mittefinantseeritud ettevõtetes (Hellmann, Puri 2002: 194). Ehkki Wassermann (2017: 1) on leidnud, et ettevõtjad, mille asutajad töötavad endiselt ettevõtte tegevjuhina või omavad juhtkonnas kontrollpositsiooni, on oluliselt väiksema väärtusega kui ettevõtted, kus kontroll enam asutajate käes pole, on eelnevalt kirjeldatud psühholoogilistel põhjustel paljudel ettevõtjatel soov omada kontrollõigust siiski väga suur. Seetõttu mängivad investori kaasamisel tähtsat rolli ka ettevõtte väärtuse hindamine ja muud lepingutega määratud tingimused. Smith (1999:6) leidis oma uuringus, et ettevõtted peavad ettevõtte väärtuse hindamist väga oluliseks ning väärtuse osatähtsus investori valikut mõjutav tegurina ei ole sõltuvuses ettevõtja omadustest nagu vanus, sugu, asukoht, valdkond, varasem kogemus jne. Samas pole tegemist aga siiski kõige olulisema valikut mõjutava teguriga (Smith 1999: 4).

Ettevõtte väärtuse hindamine on üks keerulisemaid ülesandeid, mis nõuab kompromisse osapoolte vahel. Ehkki võib tunduda esialgu hea idee kaasata palju raha väikese osaluse eest, siis toob Nielsen (2017: 80) välja, et ettevõtte väärtuse hindamine ebaõiglaselt kõrgeks ettevõtte algusfaasis võib hilisemalt samuti kahjulikuks osutuda. Esiteks põhjustab see suurt pettumust varajase faasi investorites juhul, kui nende osaku väärtus aja jooksul langeb. Teiseks võib ülehinnatud ettevõtte väärtus raskendada ka hiljem investori kaasamist. (*Ibid.*: 80) Bettignies ja Brander (2007: 826) toovad veel välja, et ettevõtja huvides võib olla isegi investorile suurema osaluse pakkumine kui minimaalselt nõutud, sest see aitab tekitada investoris suuremat huvi ettevõtte tegevusele kaasa aidata. Samal ajal on aga ka investori huvides jätta ettevõtjale piisavalt osalust, et mitte vähendada tema motivatsiooni (*Ibid.*: 826).

Eelnevate uuringute kohaselt, mis on ettevõtjate finantseerimisotsuseid mõjutavaid tegureid uurinud, on investorite maine üks olulisemaid tegureid, mis ettevõtja valikut mõjutab (Hsu 2004; Smith 1999). Hsu (2004: 1807) toob isegi välja, et parema mainega investorite pakkumine aktsepteeritakse kolm korda tõenäolisemalt ning 10-14% allahindlusega ettevõtte väärtuselt. Seejuures oluliseim mainet puudutavatest aspektidest on varasemad investeeringud edukatesse ettevõtetesse, kuid oluliseks peetakse ka investori isikuomadusi ning suhtlust olemasolevate portfoolio-ettevõtetega (Smith 1999: 5). Smith (1999: 5) uuringust selgub samuti, et ettevõtjad, kes pidasid kõige olulisemaks valikukriteeriumiks investori mainet olid tehtud valikuga oluliselt rahuolevamad, võrreldes nendega, kes pidasid oluliseimaks ettevõtte väärtuse hinnangut. Seejuures pidasid keskmise vanusega (40-49-aastased) ettevõtjad reputatsiooni võrreldes teiste vanusegruppidega märkimisväärselt olulisemaks, nooremad (alla 40-aastased) ei pidanud mainet aga üldse oluliseks (Smith 1999: 8). Lisaks toob Hsu (2004: 1807) välja ka aspekti, et mõne investori kaasamine võib olla ka hea ettevõtte valideerimiseks. Autori arvates võib see tähendada seda, et juhul, kui mainekas investor on ettevõttesse investeerinud, annab see kindluse tulevastele klientidele või investoritele, et ettevõttega tasub koostööd teha. Seega mõne investori investeering võib lihtsustada ka edasisi investorite või partnerite otsinguid.

Erinevate uuringute kohaselt on lisaks mainele üks väga olulisi tegureid investori valimisel ka muud lisaväärtused nagu investorite valdkonnakogemus või abi edasistes

juhtimisküsimustes ehk nõ targa raha pakkumine. Hsu (2004: 1807) toob välja, et riskikapitalistide kontaktvõrgustik ja valdkonnakogemus võib olla ettevõtjate jaoks palju olulisem pakutavast kapitalist, mistõttu nende lisaväärtuste tõttu on ettevõtjad nõus raha kaasama ka halvematel tingimustel. Investorid mitte ainult ei kogu informatsiooni ettevõtete kohta, vaid võivad seda teha ka nende jaoks, pakkudes olulist lisaväärtust (Hellmann, Puri 2002: 195). Korityak ja Fichtel (2014: 33) toovad välja, et potentsiaalsetelt investoritelt oodatakse ekspertiisi, teadmisi, kogemusi, pühendumust ning isiklikku huvi valdkonna vastu. Nagu ka eelnevalt nimetatud, siis Smith (1999: 7) uuringust selgus, et investorite lisaväärtustest olid kõige huvitatumad just nooremad ettevõtjad. Lisaks tähtsustavad nooremad ettevõtjad ilmselt samadel põhjustel ka investorite töökogemust. Lisaks tuli Smithi uuringust välja, et erineva tegevusvaldkonnaga ettevõtted ootavad investoritelt erisuguseid lisaväärtusi. Näiteks biotehnoloogia ja farmaatsia valdkonna ettevõtjad lootsid rohkem abile tootearenduses; IT-valdkonna ettevõtjad ootasid investorilt aga rohkem abi turundusplaani koostamises ja juhtide värbamises. Samas lisaväärtused üldiselt olid olulised kõikide valdkondade idufirmade jaoks. (Smith 1999: 7)

Lisaks on veel mõned kirjanduses vähem mainitud aspektid, mida investorite valikul arvesse võetakse. Nendeks on näiteks aastad kui kaua on investor investeerimisega tegelenud ehk investori staaž ning investori kapitalibaasi suurus. Mõlema aspekti kohta on Smith (1999: 9) leidnud, et need aspektid olid olulisemad just vanemaealistele ettevõtjatele. Siiski ei toonud Smith välja põhjendust, miks need aspektid olulised on. Magistritöö autor usub, et kapitalibaasi suurus võib ühest küljest olla põhjustatud lihtsalt kapitalivajadusest ja seega kaalutaksegi vaid neid allikaid, mis suudavad pakkuda piisavalt kapitali konkreetselt sel korral kui kapitali tõstetakse. Samas võib aga väiksema summa kapitali kaasamisel investorilt, kellel tegelikult kapitalibaas on suurem, kindlustada selle, et samalt investorilt saab raha kaasata ka järgnevatel finantseerimiskordadel.

Lisaks eelnevalt nimetatud finantseerimisallika valikut mõjutavatele teguritele mõjutab ettevõtjate finantseerimisallika valikut ka isiklik klapp ettevõtja ja investori vahel ning ettevõtja usaldus investori suhtes. Autorile teadaolevalt pole seda tegurit varasemates ettevõtjate finantseerimisotsuseid käsitlevatest uuringutes käsitletud, kuid seda on

mainitud iduettevõtjatele suunatud raamatutes. Nielsen (2017: 119) ütleb isikliku klapi kohta isegi, et tegemist on ühe oluliseima faktoriga, mis on oluline nii investori kui ettevõtja jaoks. Seetõttu peaksid ka ettevõtjad enne investoritega ühendust võtmist ja hilisemalt enne lepingute allkirjastamist tegema investorite kohta taustauuringu (ehk nõ *due diligence*) ja suhtlema eelnevate ettevõtetega, kellesse investor on investeerinud. Bussgang (2011: 111) toob välja, et taustauuringut tuleks teha isegi juhul, kui pakkumisi investeerida on vaid ühelt investorilt. Seejuures tasuks taustauuringut teha ja sobivuses veenduda ka väga mainekate investorite puhul. Parim viis jõuda järeldusele investori sobivuses on investori portfooliosse kuuluvate ettevõtete juhtidega rääkimine ning investoriga kohtumine. Mitmel juhul võrreldakse investori kaasamise protsessi ka kohtingul käimisega. Otsus konkreetselt investorilt raha kaasata tuleks teha ainult juhul, kui investorit usaldatakse. (Bussgang 2011: 111-112; Nielsen 2017: 119)

Kokkuvõtvalt võib öelda, et tegureid, mis mõjutavad ettevõtjate finantseerimisallika valikut on väga mitmeid, mis on sõltuvuses nii ettevõtte, ettevõtjate kui ka investorite omapäradest. Enamikke nimetatud tegureid võetakse arvesse järgmise peatükiga algavas magistritöö empiirilises osas. Analüüsist jäävad välja ettevõtja demograafilised omadused nagu sugu, vanus, rass, jõukus ja haridus, kuna magistritöö eesmärgi täitmiseks ehk finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite välja selgitamiseks omakapitali kaasamisel pole nende ettevõtja omaduste teadmine niivõrd oluline.

2. EESTI IDUETTEVÕTJATE FINANTSEERIMISALLIKA VALIKUT MÕJUTAVATE TEGURITE ANALÜÜS

2.1. Ülevaade iduettevõtluse finantseerimisest Eestis

Käesolevas alapeatükis antakse ülevaade Eesti idufirmadest ja nendega seotud investeeringutest. Samuti tutvustatakse Eesti startup-ökosüsteemi, mis toetab idufirmade arengut. Lisaks tehakse ülevaade Eesti ärikiirenditest, ühisrahastusplatvormidest, äriinglitest ja riskikapitalifondidest.

Otsides eri andmebaasidest infot Eesti idufirmade arvu kohta, siis ühesugust hinnangut arvule ei leia. Funderbeam'i andmebaaside kohaselt on idufirmasid, mille peakontor asub Eestis 402 (Search & Filter... 2017), Crunchbase'i kohaselt 447 (Companies... 2017) ning AngelListi kohaselt 471 (Estonia Startups 2017). Startup Compass uuringu põhjal oli 2015. aasta lõpu seisuga Eestis 500-700 idufirmat (Startup Estonia jätkab... : 2016). Täpset Eesti idufirmade arvu on keeruline määrata järgmistel põhjustel:

- mitmed alustavad ettevõtted ei ole ennast andmebaasidesse märkinud ning üldsus ei pruugi olla neist teadlik;
- oht idufirmade läbikukkumiseks on suur, mistõttu võivad mõned andmebaasides olevad ettevõtted tegelikult olla ka tegevuse juba lõpetanud;
- ettevõtte nimetamine idufirmaks või mitte on olenemata mitmetest definitsioonidest endiselt suhteliselt subjektiivne;
- kuigi ettevõtte asutajad ning juhatuse võivad valdavalt olla Eesti taustaga, siis ei pruugi ettevõtte peakontor asuda Eestis.

Garage 48 poolt hallatavas Eesti idufirmade finantseerimist käsitlevas Googledocs põhises andmebaasis "Funding, Failures & Exits of Estonian Tech Startups 2006-2017" on esimesed välja toodud idufirmad 1995. aastast, mille seas on näiteks Bluemoon Interactive, Expokey.com, Osta.ee, KV.ee ja CVonline.ee (Funding, Failures ... 2017). Selle aja jooksul on Eestist alguse saanud mitmeid edukaid idufirmasid. Tuntuim Eesti

idufirmadest kogu maailmas on Skype, mis müüdi 2005. aastal ligikaudu 2,4 miljardi euro eest eBayle (Tänavsuu 2005). Kuigi ettevõtte asutajad olid Taani ja Rootsi päritolu, löid tarkvara eestlased. Edukalt *exiti* teinud Eestis asutatud idufirmadest võib nimetada ka GrabCAD'i, mis müüdi Stratasys'ile ligi 100 miljonit euro eest (Sarapik 2015). Samuti on tähelepanu saanud ettevõtte Fits.me, mis müüdi Jaapani e-kaubandusettevõttele Rakuten. Eesti potentsiaali olla edukas globaalses äris on kinnitanud ka Transferwise. Ettevõtte purustas 2015. aastal rekordi sellega, et kaasas ettevõttesse välist kapitali 51,5 miljoni euro väärtuses, mis on suurim summa Eesti idufirmasse paigutatud summa (Põlendik 2015).

Eesti ettevõtjaid on tugiprogrammide või rahastustega aidanud ka riik. Startup Compass uuringu raportist "Estonia Startup Ecosystem" (2016: 3) tuleb välja, et 66% Eesti iduettevõtjatest on iduettevõtluse riikliku toetusega rahul, kusjuures globaalne rahuloluindeks on vaid 25%. Ettevõtlus- ja regionaalpoliitikat Eestis on aidanud edendada 2000. aastal loodud Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus (EAS), mis pakub ettevõtetele erinevaid tugiprogramme ja toetuseid. (Ettevõtluse Arendamise... 2017). Riiklike idufirmade rahastamis- ja toetusvõimaluste tekkimisel oli oluline roll aga 2006. aastal loodud Eesti Arengufondil. Tegemist oli Riigikogule alluva avalik-õigusliku asutusega, mille eesmärk oli toetada positiivseid muutusi Eesti majanduses investeerimistegevuse, arenguseire- ja kasvuprogrammide kaudu. Investeeriti tütarettevõtte SmartCap kaudu innovaatilistesse ja ambitsioonikatesse ettevõtetesse. SmartCapi portfellis on 20 ettevõtet. (Arengufondist 2017) Nüüdseks on Eesti Arengufond likvideerimisel ning SmartCap jätkab tegevust KredExi all.

Sihtasutus KredEx on 2001. aastal Majandus- ja Kommunikatsiooniministeeriumi poolt loodud finantsasutus, mis aitab Eesti ettevõtetel kiiremini areneda ja laieneda välisurgudele. Selleks pakub KredEx ettevõtjatele laene, riskikapitali, krediidikindlustust ja riigi garantiiga tagatisi. (Sihtasutus KredEx 2017) Lisaks sellele on KredExi alla koondunud ka Arengufondi tegevuse käigus loodud Startup Estonia tegevusprogramm. Startup Estonia eesmärk on ambitsioonikaid Eesti idufirmasid toetada ning muuta Eesti maailmas silmapaistvaks kohaks idufirma loomiseks. Selleks süvendatakse koostööd iduettevõtete, inkubaatorite, kiirendite ja avaliku sektori vahel. (Startup Estonia 2017)

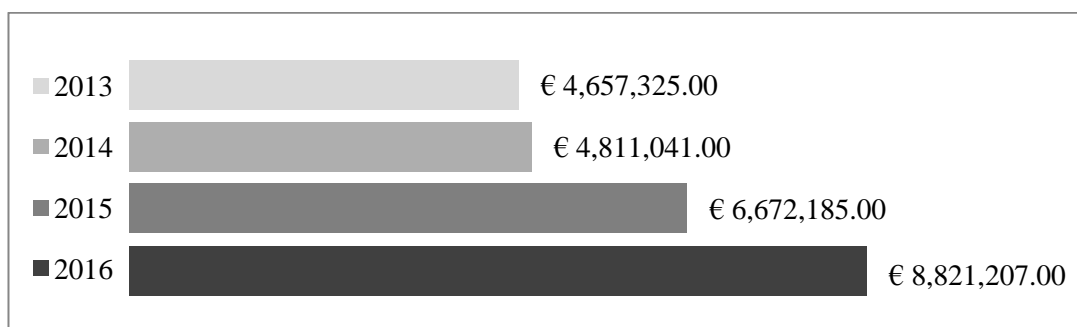
Oluline roll Eesti iduettevõtluse arendamisel on olnud ka erasektori ettevõtmistel, näiteks 2009. aastal loodud Eesti Startupi Juhtide Klubil. Selle asutajateks olid iduettevõtjad, kes kuulusid Skype'i arendajate poolt loodud riskikapitali ettevõtte Ambient Sound Investmenti (ASI) portfelli. Klubi asutajad leidsid, et tahaksid oma teadmisi teiste ettevõtjatega vahetada. Nüüdseks on klubist välja kasvanud mitmeid teisigi initsiatiive, näiteks Garage 48 või GarageHUB (nüüd Lift99). Garage 48 poolt on hallatav ka juba eelnevalt nimetatud Eesti idufirmade finantseerimist käsitlev andmebaas. Paljud Eesti Startupi Juhtide Klubi liikmed on ka mentorid alustavatele idufirmadele Startup Wise Guys kiirendis või Tehnopoly Inkubaatoris. (About us... 2017) Tallinna Teaduspark Tehnopoly poolt 2001. aastal loodud inkubaatorit alustavate ettevõtjate toetamiseks võiks samuti nimetada üheks esimesteks sammudeks iduettevõtluse toetamisel Eestis (Riistop 2013: 19).

Eestis asuvatest ärikiirenditest üks tuntuimaid on juba nimetatud Startup Wise Guys. Ärikiirendi asutati 2012. aastal Eesti erainvestorite ja riskikapitalifondi SmartCap poolt. Startup Wise Guys'i põhitegevuseks on varase staadiumi tehnoloogiaettevõtetesse investeerimine, mille potentsiaali tõstmiseks toetatakse neid kiirendiprogrammiga. Tüüpiliselt antakse ettevõtetele 20 000€ suurune finantseering 8% osaluse vastu. Programmi valitud ettevõtetele pakutakse ka mentorlust, koostöötamisruume, kontaktvõrgustikku jms. Seni on Startup Wise Guys teinud läbi seitse kiirendiprogrammi ning investeerinud üle 50 ettevõttesse. Lisaks kiirendiprogrammile Tallinnas laieneti 2016. aastal ka Riiga, kus nüüd samuti programmi läbi viiakse. Startup Wise Guys on oma fookusesse võtnud nõ ettevõttelt ettevõttele (*business-to-business* ehk B2B) müügiga tegelevad idufirmad. (History 2017; Program 2017)

Lisaks on Eestis ka teine ärikiirendi Buildit Accelerator, mis tegutseb Tartus. Buildit on suunatud riistvara- ning loomevaldkonna idufirmadele kogu maailmast. Kiirendi eesmärk on toetada eelkõige idufirmasid nende prototüübi ehitamise faasis, seega tüüpiliselt eelseeme- või seemnefaasis. Idufirmadele pakutakse võimalust kasutada koostöötamiskeskuse ruume Tartu kesklinnas ning neile antakse ligipääs erinevatele prototüüpimiseks vajalikele seadmetele. Programmis osalemise ja nõustamise eest võtab Buildit 3% osalust. Lisaks pakutakse ettevõtetele selle eest ka 3000 euro väärtuses rahalist toetust elamiskulude katmiseks. Pühendunud ja edukatele meeskondadele

pakutakse võimalus liituda järelprogrammiga, mis võimaldab juba suuremat finantseeringut ning mida kohandatakse vastavalt meeskonna vajadustele. (What is it? 2017)

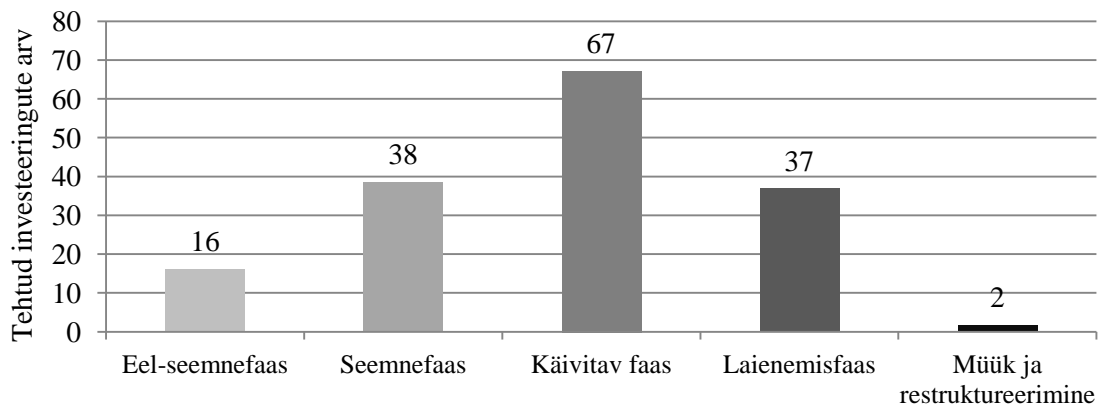
Eestis tegutsevad äriinglid on peamiselt koondunud Eesti Äriinglite Võrgustiku (EstBAN) alla. EstBAN alustas tegevust 2012. aasta teises pooles ning on selle ajaga kiirelt kasvanud. Kui 2013. aastal oli EstBANil 25 liiget, siis 2016. aastaks laiendati liikmeskonda 119 liikmeni. Vastavalt EstBANi 2016. aasta raportile (Review of 2016) investeeriti 2016. aastal 84 ettevõttesse läbi 145 investeeringu. Ettevõtetest, millesse investeeriti, olid ligikaudu kolmveerand Eesti ettevõtted. Investeeringute kogusumma 2016. aastal oli 8 821 207 eurot. (Review of 2016) Joonis 2 näitab EstBANi liikmete poolt tehtud investeeringu summade võrdlust läbi aastate. Seejuures on huvitav märgata, et kuigi EstBANi liikmete arv on nelja aastaga peaaegu viiekordistunud, on tehtud investeeringute kogusumma vaid kahekordistunud.



Joonis 2. EstBANi tehtud investeeringute kogusummad aastate lõikes. Allikas: (Review of 2016; Review of 2014); autori koostatud.

Ligikaudu kolmveerand EstBANi investeeringutest tehakse varase staadiumi ettevõtetesse, kusjuures kõige rohkem investeeringuid tehakse käivitava faasi ettevõtetesse. Keskmise investeeringu suurus seemnefaasi ettevõtetesse oli 2016. aastal 26 000 eurot, käivitava faasi ettevõtetesse aga 33 000 eurot. (Review of 2016) Joonis 3 annab ülevaate EstBANi liikmete poolt tehtud investeeringute arvust eri arengufaasides ettevõtetesse 2016. aastal. Joonise 3 koostamisel on autor lähtunud EstBANi raportites välja toodud ettevõtte arengufaaside jaotusest, mis erineb mõnevõrra töö teoreetilises osas välja toodud jaotusest (vt. joonis 1 lk 8). Kolm varasemat staadiumit seejuures kattuvad. Tõenäoliselt kattub ka laienemisfaas, kuid on võimalik, et joonisel 3 peetakse laienemisfaasi all silmas nii joonisel 1 välja toodud laienemis- kui ka küpsusfaasi.

Joonisel 3 nimetatud "müük ja restruktureerimine" vastab joonisel 1 nimetatud küpsusfaasi viimasele osale.



Joonis 3. EstBANi liikmete tehtud investeeringute arv eri arengufaasides ettevõtetesse 2016. aastal. Allikas: (Review of 2016); autori koostatud.

Riskikapitali algusajaks Eestis võib lugeda 1995. aastat, mil hakkas tegutsema Eestis, Lätis ja Leedus tegutsev erakapitali ja riskikapitali investor BaltCap (BaltCap 2017). Neli aastat hiljem asutas Rain Lõhmus riskikapitalifondi LHV New Economy Ventures, mis tegi investeeringud seitsmesse tehnoloogiaettevõttesse ja tõi investoritele 10-kordse tootluse (Rain Lõhmus 2017). Olulist rolli Eesti riskikapitalimaastikul mängivad ka 2012. aastal koostöös Euroopa Investeerimisfondi (EIF) ja Eesti, Läti ning Leedu valitsustega loodud Balti Innovatsioonifond (BIF). Fondi kogumaht on 130 miljonit eurot, millest Eesti riik investeerib KredExi vahendusel 26 miljonit eurot (Balti Innovatsioonifond 2017). Balti Innovatsioonifondi juurde kuuluvad järgnevalt nimetatud allfondid.

- BaltCap, mis on teinud üle 60 investeeringu kogumahuga 260 miljonit eurot (Balti Innovatsioonifondi allfondid 2017).
- BPM, mis on Baltikumi ja Poola ettevõtetele suunatud fond, mille ühe investeeringu väärtus jääb 2-7 miljoni euro vahele (Balti Innovatsioonifondi allfondid 2017).
- Karma Ventures, mis on Euroopa tehnoloogiaettevõttesse investeeriv riskikapitalifond, mille nõustajate hulka kuuluvad ka Skype'i arendajatest asutajad Ahti Heinla ja Jaan Tallinn, kes omakorda on varem nimetatud ASI kaasasutajad. Karma Ventures'i investeeringu suurus jääb enamasti alla 3 miljoni euro. (Focus 2017)

- Livonia Partners, mis on Balti riikidele suunatud erakapitali fond, mille meeskonna tuumik põhineb LHV Capitali fondil eesotsas Rain Lõhmusega. Investeeringu suuruseks on 3-15 miljonit eurot (Balti Innovatsioonifondi allfondid 2017).

Lisaks tasub ära märkida ka Eesti ja EIF loodud fondifond EstFund, mille eesmärk on pakkuda Eesti ettevõtjatele varajase faasi riskikapitali. Eesti riik investeerib fondifondi läbi KredExi 48 miljonit eurot Euroopa Regionaalarengu fondi vahendeid, millele lisandub 12 mln euro suurune EIFi poolne investeering. Riskikapitali pakkuvaid ettevõtteid koondab 2009. aastal asutatud Eesti Riski- ja Erakapitali Assotsiatsioon (EstVCA). Tänapäevaks kuulub assotsiatsiooni 37 liiget ning liikmed on teinud investeeringuid 82 ettevõttesse. Liikmete poolt hallatavat kapitali on 396 miljonit euro väärtuses 2016. aasta seisuga, mis loodetakse kasvatada 2020. aastaks ühe miljardi euro suuruseks. (Facts and... 2017)

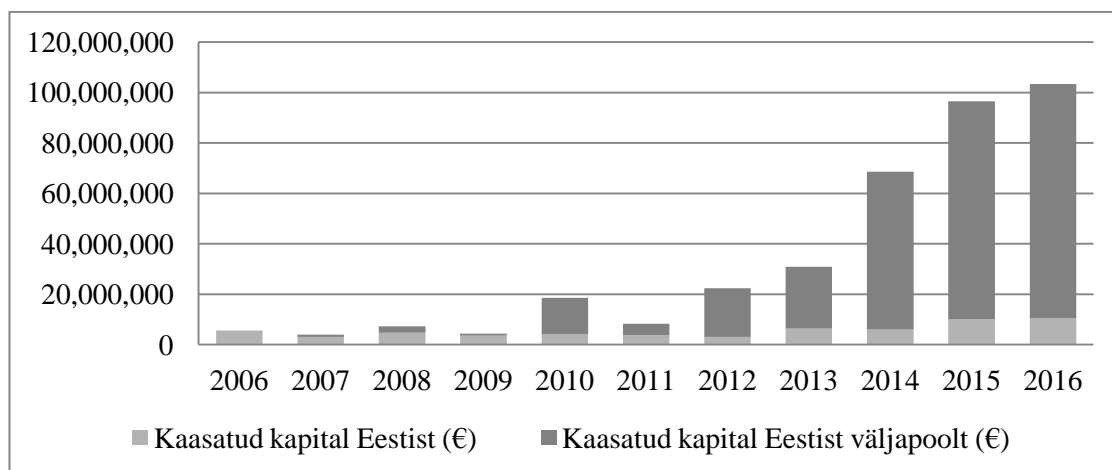
Ühisrahastus on Eestis üha enam levinud. Euroopa ühisrahastuse ekspertiisikeskus CrowdfundingHub viis 2016. aastal läbi uuringu ühisrahastuse olukorra kohta Euroopas. Uuringu tulemusel on Eesti alternatiivrahastuse küpsusindeksi kohaselt 4. kohal (Current state... 2016: 9). Seejuures märgiti positiivselt ära erinevate ühisrahastusplatvormide rohkus, mille puhul on kaetud mitmed eritüübilised ühisrahastusvormid. Lisaks tuuakse välja ühisrahastuse üldine suur maht, arvestades eelkõige Eesti väikest rahvaarvu. Kuigi raportist ei selgu ühisrahastuse käigus kaasatud raha kogusummat 2015. aastal, on teada, et aastatel 2013-2014 kaasati ainuüksi laenupõhise ühisrahastusega Eestis kokku ligikaudu 17 miljonit eurot (Eesti väärtpaberite... 2017: 39). CrowdfundingHub raportis tuuakse negatiivsete aspektidena välja, et Eestil on vaja tööd teha maksusoodustuste ja ühisrahastusega seotud regulatsioonide vallas. Peamiseks probleemiks on see, et Eesti seaduste kohaselt on avalikuks pakkumiseks prospekt nõutav juba juhul, kui pakkumise maht ületab 100 000 eurot. Põhjamaade keskmine on aga 1,5 - 2 miljonit eurot. Küll aga on praeguseks esitatud eelnõud Rahandusministeeriumisse prospektivaba künnise muutmiseks ühe miljoni euroni. (Current state... 2016: 27; Eesti väärtpaberite... 2017: 46).

Eestis on mitmeid ettevõtetele suunatud ühisrahastuse pakkujaid, näiteks Investly, Inwise, Crowdestate, EstateGuru, Hooandja, Fundwise ja Funderbeam ning lisaks ka tarbijalaene pakkuvad Bondora, MoneyZen, Mintos ja Omaraha. Kuna magistratöö

fookuses on osaluspõhised finantseerimisallikad, käsitletakse põhjalikumalt vaid Fundwise'i ja Funderbeam'i. Fundwise on Baltikumi esimene osaluspõhine ühisrahastusplatvorm, mis loodi 2015. aastal. Fundwise abil on 2017. aasta 1. aprilli seisuga investeerinud 6984 investorit kogusummaga 551 757 eurot. Platvormi käivitajateks on Eesti esimese ühisrahastusplatvormi Hooandja tegijad, mis on hüvitis- ja annetuspõhine ühisrahastusplatvorm ning suunatud loominguliste ideede toetamiseks. Fundwise keskendub eelkõige Läänemere piirkonnale ja sobib investorite leidmiseks väiksematesse ettevõtetesse. (Fundwise 2017; Mis on Fundwise 2017)

Funderbeam on 2013. aastal eestlaste asutatud ettevõtte peakontoriga Ühendriikides, mis loob unikaalset iduettevõtete investeerimis- ja kauplemisskeskkonda. Ettevõtetel on võimalik kaasata kapitali ning investorid saavad investeerida ja oma investeeringutega soovi korral järelturul kaubelda. Erinevalt tavapärasest osaluspõhisest ühisrahastusest koondatakse Funderbeami kaudu investeerivad investorid ühe juriidilise keha ehk sündikaadi alla. Selle tulemusel lisandub idufirma omanikeringi vaid üks aktsionär mitmekümne või mitmesaja asemel. Kui enamasti oodatakse idufirmade puhul investeeringust väljumist aastaid, sest osaluse müümine varasemalt on aeganõudev ja kallis protsess, siis selline investeerimisvorm võimaldab osalustega kaupleva hakata varem. Funderbeam on loonud ka andmeanalüütika enam kui 150 000 iduettevõtte kohta üle maailma, et anda investoritele idufirmadest ja turul toimuvast laialdane ülevaade. (Funderbeam 2016; Pau 2015)

Garage 48 andmebaasi põhjal (Funding, Failures ... 2017) on aastatel 2006-2017 Eesti idufirmadesse investeeritud üle 370 miljoni euro. Kõige enam kapitali kaasanud Eesti asutajatega idufirma on Transferwise, mis on kokku kaasanud 95,6 miljonit eurot. Transferwise'le järgnevad Pipedrive (27 mln eurot), Skeleton Technologies (25 mln eurot), Adcash (20 mln eurot) ja Starship Technologies (18,5 mln eurot). Garage 48 andmebaasist selgub, et aastate jooksul Eesti idufirmadesse investeeritud kapitalist on vaid 16,5% Eesti päritolu. (Funding, Failures ... 2017) Jooniselt 4 on näha Eesti idufirmadesse tehtud investeeringute suurus aastatel 2006-2016 koos Eesti ja välismaise kapitali osakaaluga. Seejuures on märgata, et Eestist pärit kapitali suurus on aastate lõikes kasvanud väga vähe, võrreldes eelkõige märkimisväärse välisriikidest kaasatud kapitali koguse kasvuga.



Joonis 4. Eesti idufirmadesse tehtud investeeringud aastatel 2006-2016 ja Eesti ning välismaise kapitali osakaal investeeringutes. Allikas: (Funding, Failures... 2017); autori koostatud.

Startup Compassi koostatud uuringust (2016: 5) selgub, et keskmine seemneinvesteering Eesti iduettevõtetesse on 0,4 miljonit eurot, mis on kolmandiku võrra väiksem Euroopa keskmisest. Keskmine A-ringi investeeringu suurus 4,5 kuni 5 miljonit eurot on küll suhteliselt samas suurusjärgus Euroopa keskmisega (5 - 5,5 miljonit eurot), kuid uuringust selgub siiski, et piiratud on riskikapitaliturg A-seeria ja hilisemate faaside investoritele. Sama probleem on toodud välja ka Tuisk (2016) magistritöös. Lisaks toob Tuisk veel välja, et Eestist pärit investorid ei too eriti kaasa muid lisaväärtusi, mistõttu otsitakse meelsasti investoreid välismaalt. Investoritele vastu tulemise tõttu on aga suhteliselt levinud, et ettevõtte peakontor viiakse üle välisriiki. See on probleem, millega peaks riik tegelema, et vältida iduettevõtete väljakolimist investeeringute otsimise sunni tõttu teistelt turgudelt, näiteks Londonist või Silicon Valley'ist. (Estonia Startup Ecosystem... 2016: 4-5)

Teisalt on Eesti startup-ökosüsteem kiirelt arenemas kasvuindeksiga 10, mis on märkimisväärne võrreldes Euroopa keskmise kasvuindeksiga 3.7. (Estonia Startup Ecosystem... 2016: 5) Seega võiks järeldada, et ehkki Eesti idufirmade ökosüsteemi parandamiseks tuleks veel teha mitmeid muudatusi, on Eesti väiksust arvestades suudetud luua suhteliselt tugev kasvuala iduettevõtete arenguks.

2.2. Uurimismetoodika ja valimi tutvustus

Antud alapeatükis tutvustatakse magistritöö uurimisplaani ning kirjeldatakse põhjalikumalt uuringu läbiviimisel kasutatavaid metoodikaid. Lisaks kirjeldatakse valimisse kaasatud Eesti idufirmasid. Magistritöö eesmärgi saavutamiseks kasutati kvalitatiivset uurimismeetodit, mille peamiseks infoallikaks olid intervjuud Eesti idufirmade asutajatega.

Iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite välja selgitamiseks alustas autor teoreetilise materjali läbitöötamisega ja sünteesiga, et viia end kurssi sama teemat käsitletud teooriate ja uurimustega. Lisaks oli teoreetilise materjali läbitöötamise eesmärk veenduda teemavaliku aktuaalsuses ja vajalikkuses. Seejärel koostati uurimisplan (vt tabel 5), valiti uurimismeetod, koostati intervjuude plan ning leiti uuringu valimisse sobilikud Eesti idufirmade juhid. Pärast intervjuude läbiviimist järgnes kogutud info analüüsimine, võrdlemine teooriaga ning saadud info põhjal Eesti iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite välja selgitamine.

Tabel 5. Uurimistöö etapid

Etapp	Periood	Etapi kirjeldus
1	Veebr - märts 2017	Teoreetilise materjali läbitöötamine ja süntees
2	Märts 2017	Uurimisplaani koostamine ja uurimismeetodi valik
3	Märts 2017	Intervjuude plaani koostamine
4	Märts 2017	Idufirmade juhtidega kontakteerumine ja valimi moodustamine
5	Märts-aprill 2017	Intervjuude läbiviimine idufirmade juhtidega
6	Aprill 2017	Intervjuude analüüsimine
7	Aprill-mai 2017	Finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite väljaselgitamine

Allikas: autori koostatud

Magistritöö eesmärgi täitmiseks on autor valinud kvalitatiivse uuringu ühe alaliigi juhtumiuuringu ning uuringu jaoks vajalike andmete kogumiseks poolstruktureeritud intervjuud Eesti idufirmade juhtidega. Selline uurimisstrateegia valiti järgmistel põhjustel.

1. Kvalitatiivse uuringuga saab teadmisi hankida terviklikult ning edastada idufirmade kogemusi kogu komplektseerituses (Pilt 2010: 2). Kvalitatiivsed uurimused on ka paindlikumad kui kvantitatiivsed ning võimaldavad uuritavatelt küsida lisaküsimusi. Kvalitatiivse uuringu puhul saab esile tuua ootamatuid ja uusi

asjaolusid (Pilt 2010: 2), mis on oluline ka praeguse töö puhul, et välja selgitada iduettevõtjate finantseerimisotsuseid mõjutavad tegurid ning mõista põhjuseid tehtud otsuste taga.

2. Juhtumiuuring (*case study*) võimaldab koguda hulgaliselt relevantseid fakte fenomeni kohta ning kõrvutada neid teiste sarnaste või varasemate juhtumitega. Samuti võimaldab see vaadelda fenomeni kindlas kontekstis. Kuna leitakse, et juhtumiuuringu puhul on ainult ühe juhtumi uurimisel palju puudusi, uuritakse ka käesoleva magistritöö raames nende nõrkuste vältimiseks mitut juhtumit, mida omavahel kõrvutatakse. (Virkus 2010; Saunders *et al.* 2009: 146)
3. Poolstruktureeritud intervjuu võimaldab teema põhiprobleeme uurida sügavuti ning saada vastused konkreetsetele küsimustele. Uurijal on paika pandud kaetavad teemad ning küsimused, millele soovitakse vastust saada, kuid sõltuvalt konkreetsest juhtumist saab ebaolulised küsimused ära jätta. Lisaks võimaldab see esitada täpsustavaid küsimusi. (Saunders *et al.* 2009: 320) Poolstruktureeritud intervjuud on hea kasutada juhul kui käsitletakse õrna teemat ning minevikus aset leidnud sündmusi (Laherand 2008:180-181). Käesoleva magistritöö jooksul uuritakse just minevikus toimunud kapitali kaasamise tehinguid ning nende mõjutegureid. Samuti võib käsitletava teema puhul juhtuda, et kõigest ei taheta avameelselt rääkida ning tehtud vigu tunnistada.

Ehkki autor usub, et juhtumiuuring ning kvalitatiivne poolstruktureeritud intervjuu on käesoleva magistritöö uuringuks sobivad, võivad valitud uurimismeetodil olla siiski mõningad piirangud:

1. Kvalitatiivse uuringu puhul on raske saavutada objektiivsust, kuna andmed, mida uurija uurimuse käigus kogub võivad olla mõjutatud uurijast, intervjuueeritavast ning uurimisprotsessi kulgemisest (Pilt 2010: 2). Samuti viidi intervjuud läbi igast ettevõttest vaid ühe isikuga, mistõttu võib olla oht subjektiivseteks hinnanguteks. Seetõttu ei pruugi töös tehtud järeldused olla üldistatavad kõikidele Eesti idufirmadele.
2. Uuring põhineb iduettevõtjate varasematel kogemustel, millele tuginevalt uuritakse otsuseid mõjutanud tegureid. Mineviku sündmuste tõlgendamine võib aga osaliselt

sõltuda ka käesolevast ajahetkest. Arvestades, et idufirmade arengustaadiumid on väga erinevad ning kapitali vajaduse ning ettevõtjate kogemuse kasvades võivad muutuda ka kapitali kaasamise otsustustegureid, siis võiks olla mõistlik uurida otsustustegurite muutusi ka pikema ajaperioodi vältel, mitte vaid piiratud ajaraamistikus.

Poolstruktureeritud intervjuu läbiviimiseks kasutatud intervjuu küsimustik koostati vastavalt töö teoreetilises osas esitatud infole ning varasematele uuringutele. Intervjuude plaan on esitatud lisas 1. Tehtud küsimustik oli pigem abiks intervjuu läbiviimisel, kuna küsimuste järjekord ning sõnastus muutusid vastavalt vestluse kulgemisele ja saadud informatsioonile. Samuti jäeti mõne intervjuueeritava puhul osad küsimused ära kui selleks vajadust polnud, sest küsimuses käsitletavat finantseeringut polnud vastav idufirma kasutanud või seetõttu, et intervjuueeritav vastas küsimusele juba ära enne selle esitamist. Samuti esitati mõningatel juhtudel intervjuueeritavatele ka täpsustavaid küsimusi. Küsimused olid pigem suunava iseloomuga, et saada teada intervjuueeritavate enda arvamusi finantseerimisallika valiku kohta ning vältida intervjuueeritavate liigset mõjutamist. Samas küsiti siiski vajadusel ka konkreetsemaid küsimusi.

Valimi koostamisel lähtuti juba varem nimetatud Garage 48 ja Funderbeam'i andmebaasidel leiduvast infost, mille alusel püüdis töö autor leida ettevõtteid, kes on kapitali kaasanud võimalikult mitmekesistest allikatest. Valimit piirati nii, et viimane finantseering oleks ettevõttesse tehtud aastatel 2015-2017, eesmärgiga vältida seda, et ettevõtjatel peavad kapitali kaasamisega seonduvat liigselt meenutama. Valimist jäeti välja ka eelseemnefaasi ettevõtted, kuna nende puhul on väike tõenäosus, et välist kapitali on ettevõttesse kaasatud ning kui seda isegi on tehtud, siis pigem vähesel määral ja vaid ühetüübilisest allikast. Teiste ettevõtte arengufaaside osas erisusi ei tehtud. Nende tingimuste alusel sisestati Funderbeami andmebaasi filtrid, pärast mida jäi alles 66 idufirmat.

Alles jäänud idufirmade vahel valimiseks keskenduti eelkõige ettevõtetele, kes on kapitali kaasanud erisugustest allikatest. Samuti jälgis autor, et valimisse oleks kaasatud ettevõtteid, kes lisaks traditsioonilisematele osaluspõhise kapitali kaasamise allikatele nagu riskikapitalifirmad ja äriinglid, oleks raha kaasanud ka ärikiirenditest ja ühisrahastusplatvormide kaudu. Valimi koostamisel kasutati seega mingil määral

kihtvalimit, et eri rühmade esindatus oleks tagatud. Samas kasutati osaliselt ka mugavusvalimit, mille puhul intervjueritakse isikuid, kes on uurija jaoks kõige lihtsamini kättesaadavad. Valimi suuruse määramisel lähtuti Saunderst *et al.* (2009: 234-235) välja toodud soovitudest, et intervjuusid võiks teha seni kuni intervjuud ei anna enam olulist lisainformatsiooni ehk kuni küllastuspunkt on saavutatud.

Uuringus osalenutega võttis töö autor ühendust e-posti või sotsiaalvõrgustiku Facebook kaudu. Palve uuringus osalemiseks saadeti 22 idufirma juhile, kelle puhul võeti peamiselt ühendust (kaas)asutajatest tegevjuhtidega. Uuringus osalemise palve saanutest kümme ei vastanud saadetud kirjale, kaks ei soovinud uuringus osaleda ning kümme olid nõus osalema. Nõus olnud ettevõtjatest neli jäid aga siiski valimist välja, kuna selleks ei leitud lähinädalatel sobivat aega, aeg uuringu läbiviimiseks oli aga piiratud. Valimisse jäi kuus Eesti idufirmat. Autor usub, et valim sai piisavalt mitmekesine töö eesmärgi täitmiseks. Siiski on oluline märkida, et kõik valimisse kaasatud ettevõtted on sarnase varase staadiumi (valdavalt käivitava faasi) ettevõtted. Samas on selle aspekti puhul positiivne, et kõik valimisse kaasatud ettevõtjad mäletasid hästi ka esimesi kapitali kaasamisi, mistõttu on hea ettevõtete kogemusi võrrelda. Uuringus osalenud iduettevõtete võrdlus on lihtsustatud ülevaate saamiseks välja toodud tabelis 6, millele järgneb iga iduettevõtte lühikirjeldus.

Tabel 6. Ettevõtete võrdlus

Ettevõte	Asutamise aasta	Töötajate arv	Kaasatud omakapital	Peamine tegevusvaldkond
Wolfprint 3D	2013	9	800 000 €	3D skaneerimis-tehnoloogia arendamine
Sympower	2015	11	320 000 €	Tarkvaraplatvormi arendamine elektritarbimise juhtimiseks
Fleep Technologies	2012	15	2 500 000 €	Töölaseks suhtluseks mõeldud messengeri arendamine
Barking	2015	8	390 000 €	Eraparklatesse parkimise mobiilirakenduse loomine
GoWorkaBit	2013	14	540 000 €	Veebiplatvormi arendamine lühiajaliste tööde leidmiseks
Ettevõte X	2014	10	675 000 €	Veebiplatvormi arendamine konkreetse valdkonna spetsialistide koostöö suurendamiseks

Allikas: autori koostatud

Wolfprint 3D OÜ on 2013. aastal loodud ettevõte, mis loob 3D skaneerimistehnoloogiat. Ettevõte alustas tegevust teenusepakkumisega, mis võimaldas inimesest loodud kujutised välja printida ning keskenduti koostöös kliinikutega loote 3D-kujutise välja printimisele. Nüüdseks on fookust muudetud ning eesmärk on ühendada 3D skaneerimistehnoloogia virtuaalreaalsusega. Praeguseks reklaamitaksegi ettevõtet ilma sõnata "print" ehk Wolf3D. Arengufaasi poolest on Wolf3D seemnefaasi ja käivitava faasi vahepeal, kus tehnoloogia töötab, kuid on vaja tõestada turu ja toote sobivus. Ettevõttes töötab üheksa inimest. Ettevõte on välist kapitali kaasanud viiel korral kogusummas ligikaudu 800 000€. Raha on kaasatud nii erainvestoritelt, ärikiirendist kui ka osaluspõhise ühisrahastusplatvormi kaudu. (Tõke, autori intervjuu; Wolfprint teeb... 2016)

Sympower OÜ asutati 2015. aastal. Ettevõte tegeleb tarkvaraplatvormi arendamisega, kuhu ühilduvad paindliku elektritarbimisega seadmed, mida saab seeläbi juhtida reaalajas, et paremini ära kasutada taastuvaid energiaallikaid. Tegemist on kombinatsiooniga riistvarast ja tarkvarast. Ettevõte on tegevuse suunanud suure energiatarbimisega äriklientidele, näiteks kasvuhoonetele. Praeguseks töötab ettevõttes 11 inimest. Ettevõtte peakontor asub Hollandis, lisaks on kontor Soomes, paar inimest töötab Eestis ja üks Iisraelis. Arengufaasi poolest on Sympower OÜ käivitavas faasis. Välist omakapitali on kaasatud ligikaudu 320 000€ nii kiirendist kui ka ingelinvestoritelt. Lisaks sellele on kasutatud Soome riiklikke toetusi ning osaletud võistlustel. (Rute, autori intervjuu; Sibold 2016c)

Fleep Technologies OÜ on 2012. aastal asutatud ettevõte, mis loob tööalaseks suhtluseks kasutatavat sõnumite vahetamise keskkonda. Fleep on asutatud nelja endise Skype'i töötaja poolt. Idee Fleepi asutamiseks sündiski Skype'is töötades, kuna nähti puudujääke Skype'i tekstivestlusel. Praeguseks töötab ettevõttes 15 töötajat ning Fleepil on kontorid Tallinnas ja Tartus. Fleepil on kokku olnud investeeringuid 2,5 miljoni euro ulatuses. Fleepi investoriteks on ingelinvestorid Eestist ja Ühendkuningriikidest, nende hulgas mitmed Skype'i arendajatest asutajad. Fleepil on kasutajaid üle 60 000 ja arengufaasi poolest on ettevõte käivitavas faasis. (Ruukel, autori intervjuu; Sibold 2016b; Liive 2017)

Barking OÜ asutati 2015. aastal ning ettevõtte arendab parkimise mobiilirakendust, mille abil saavad eraparkla omanikud oma parkimiskohaga raha teenida ajal, mil neid ei kasutata ning parkijad parkida soodsamalt kui linnatänavatel või avalikes parklates. Barking on tihedalt seotud ettevõttega Bikeep, mis asutati enne Barkingut samade inimeste poolt. Bikeep ja Barking jagavad ka tehnoloogiat ning ettevõtted on omavahel nii tihedalt seotud, et ka nende finantseerimine algusaegadel on kohati põimunud. Praeguseks töötab ettevõttes 8 inimest. Arengufaasi poolest on Barking käivitavas faasis, kus tehnoloogia töötab, seda on testitud edukalt Eesti turul ning arenetakse uutele turgudele. Raha on ettevõttesse investeeritud 390 000 eurot ning investorite hulka on kuulunud pankur Rain Lõhmus, üks GrabCADi esimesi investoreid Marek Kiisa ning ettevõtte Läti frantsiisi ostja. Lisaks on kasutatud KredExi käendusega stardilaenu ning riiklikke toetuseid. (Kõiv, autori intervjuu; Sibold 2016a)

GoWorkaBit Estonia OÜ on 2013. aastal asutatud ettevõtte, mis arendab veebirakendust, mille kaudu saavad ettevõtted leida kiirelt sobivad lühiajalised töötajad; töötajad saavad aga valida millal ja kus nad töötada soovivad. Ettevõttel on õnnestunud kohe algusest peale kaasata maksvad kliendid ning tekkinud kasumit on pidevalt kasutatud edasiseks arendamiseks. Välist finantseeringut on GoWorkaBit kaasanud umbes 540 000 euro ulatuses ja kahel korral, millest esimene kord oli Seedcamp kiirendi ning teine kord juba riskikapitalifirma ning äriingli kombinatsioon. Ettevõttes töötab 14 inimest. Arengufaasilt on ettevõtte käivitavas faasis, kus on ära tõestatud töötav ärimudel ning selle aasta jooksul plaanitakse lisaks Eestile ja Leedule laineda ka Poola ning veel ühte suuremasse riiki. (Vanaselja, autori intervjuu; GoWorkABit... 2016)

Ettevõtte X on 2014. aastal asutatud ettevõtte, mis arendab veebiplatvormi, mille eesmärk on ühendada konkreetse valdkonna spetsialistid üle kogu maailma, et soodustada nendevahelist koostööd. Kuna ettevõtte soovis jääda anonüümseks, pole siinkohal võimalik täpsemalt ettevõtte tegevust kirjeldada. Ettevõttesse on investeeritud raha 675 000 eurot ning investoriteks on olnud ingelinvestorid ning valdkonnaga seotud ettevõtted ja inimesed, kellelt on raha kaasatud pigem väiksemate summade kaupa. Ettevõtte on osalenud ka kiirendiprogrammis. Ettevõttes töötab 10 inimest ning arengutasemelt ollakse käivitavas faasis, kus on olemas juba piisav käive ning tahetakse

kiirelt uutele turgudele areneda. Selle aasta jooksul plaanitakse töötajate arvu kahekordistada. (Intervjueeritav X, autori intervjuu)

Magistritöö empiirilise osa jaoks info kogumiseks tehtud intervjuud viidi läbi nimetatud idufirmade kaasasutajatega vahemikus 27. märts kuni 5. aprill 2017. Intervjuude kestvuseks planeeriti 30-60 minutit, kuid tegelik intervjuude kestvus jäi 27 minuti kuni 1 tunni 11 minuti vahele. Intervjuud viidi läbi vastavalt autori ja intervjueeritavate võimalustele kas ettevõtte igapäevases töökohas või Skype'i vahendusel. Intervjuude võrdlus vastavalt nende kestvusele ja toimumisajale on välja toodud tabelis 7.

Tabel 7. Intervjuud iduettevõtjatega

Ettevõtte	Intervjueeritava nimi	Intervjuu läbiviimise aeg	Intervjuu läbiviimise koht	Intervjuu kestvus
Wolfprint 3D	Timmu Tõke	27.03.2017	Skype	57 min
Sympower	Georg Rute	31.03.2017	Spring Hub, Tallinn	44 min
Fleep Technologies	Henn Ruukel	31.03.2017	Fleepi kontor, Tallinn	1 h 11 min
Barking	Kustas Kõiv	31.03.2017	Spring Hub, Tallinn	34 min
GoWorkaBit	Kristjan Vanaselja	03.04.2017	Skype	27 min
Ettevõtte X	Intervjueeritav X	05.04.2017	Skype	44 min

Allikas: autori koostatud

Enne intervjuu toimumist saadeti ettevõtjatele tutvumiseks teemad, mida oli plaan intervjuus käsitleda, et intervjueeritavad saaksid end ette valmistada. Intervjuu puhul oli soov luua meeldiv ja vaba õhkkond, et intervjueeritav tunneks ennast mugavalt. Seetõttu rääkis töö autor enne intervjuu alustamist pisut endast ning magistritöö eesmärgist. Uurija küsis intervjueeritavatelt, kas intervjuu helisalvestamine on vastuvõetav ning kas intervjueeritav soovib jääda anonüümseks. Kõik intervjueeritavad olid helisalvestusega nõus ning anonüümseks soovis jääda üks ettevõtja. Intervjuude helisalvestusi kasutati hiljem transkriptsioonide koostamiseks, et lihtsustada intervjuude sisu analüüsimist. Intervjuude tulemusel koostati *cross-case* analüüs (vt Lisa 2), mis võimaldas idufirmade võrdlemist ja uuringu tulemuste analüüsimist teha süsteemsemalt.

2.3. Iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite väljaselgitamine ja analüüs

Käesolevas ja ühtlasi viimases alapeatükis analüüsib autor uuringu tulemusi ning võrdleb neid teoreetilises osas käsitletud seisukohtade ja varasemate uuringutega. Saadud tulemustele toetudes teeb autor kindlaks tegurid, mis mõjutavad Eesti iduettevõtjate valikut eri finantseerimisallikate vahel valimisel omakapitali kaasamisel.

Enne finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite analüüsimist oli oluline mõista uuringus osalenud ettevõtjate ettevõttega alustamise põhjuseid. See võimaldas anda aimdust psühholoogilistest teguritest, mis võiks finantseerimisallika valikut mõjutada. Selgus, et kõikide uuringus osalenud ettevõtjate jaoks oli põhjus ettevõtlusega alustamiseks peamiselt soov midagi ise ära teha. Kaks intervjueeritavat ütlesid, et nende peamine põhjus oli soov olla ettevõtja ning teha midagi, millel on tähendus. Kõiv (2017) ütles, et nende esimese ettevõtte Bikeepi asutamisel polnud esialgu isegi ideed. Pigem taheti oma firmat teha ja see kuidagi tehnoloogiaga siduda, misjärel pandi tiim kokku ning mõeldi, mida teha võiks.

Lisaks soovile ettevõtlust proovida, nähti ka vajadust lahendada konkreetne probleem mingis konkreetses valdkonnas. Seejuures kõik intervjueeritavad olid ühesel arvamusel, et rikkaks saamine ei olnud kindlasti ettevõttega alustamise põhjuseks. Pigem on rikkus lisaväärtus, mis võib kunagi tekkida kui ettevõtte edukaks osutub. Intervjueeritav X ütles (2017), et kui põhimotivaator oleks raha, siis on stressivabamaid valdkondi kuhu minna. Samas peeti siiski raha oluliseks ettevõtte kasvatamiseks. Üldiselt võiks uuringus osalenud iduettevõtjate eesmärgid ettevõttega alustamisel ning ka finantseerimisküsimustes kokku võtta Rute (2017) sõnadega: "Meil oli selge soov ettevõtlusega tegeleda. Meid mõlemat motiveerib rohkem midagi teha, millel on tähendus. Meid ei motiveeri raha otseselt. Raha roll on ka oluline, et oleks ettevõttel võimalik suureks kasvada ja midagi ära teha. Me tahame küll hästi elada, aga see, kel surres rohkem raha on, ei ole tähtis."

Teise sissejuhatava küsimusega paluti ettevõtjatel teha ülevaade kapitali kaasamistest alates ettevõttega alustamisest kuni praeguseni. Eesmärk oli luua üldpilt uuringus osalenud ettevõtete poolt kasutatavatest rahastusviisidest, mis looks aluse edasisteks

küsimusteks. Selle küsimusega olid tihedalt seotud ka järgmised küsimused, mis keskendusid sellele, kas ettevõtjad kaalusid veel mingeid teisi finantseerimisallikaid ning miks otsustasid ettevõtjad nende finantseerimisallikate kasuks. Juhul, kui mõni ettevõtja polnud mõnda finantseerimisallikat kasutanud (näiteks ühisrahastus, riiklikud toetused vms), küsiti mis põhjusel seda pole kasutatud. Siinkohal tehakse ülevaade olulisematest finantseerimisallikatest, mida intervjuus osalenud ettevõtted olid kasutanud. Ühtlasi tuuakse välja ettevõtjate arvamused vastavate finantseerimisallikate kohta ning tegurid, mis mõjutavad ettevõtjate finantseerimisotsuseid eritüübiliste allikate vahel valimisel.

Ettevõtja, sõbrad ja perekond. Tegemist oli pigem väheolulise finantseerimisviisiga, millele intervjuude käigus olulist rõhku ei pandud. Vaid üks ettevõtjatest nimetas, et üheks investoriks oli sõber. Siiski oli küllaltki levinud töötamine esialgu ilma palgata ning *bootstrappimine*, et hoida kulutused madalad. Mõningatel juhtudel saadi abi ka perekonnalt, kuid vaid isiklike kulutuste katmiseks. Näiteks üks intervjuueeritav tõi välja, et nad said kaasasutajaga elada alustades vanemate korteris, mistõttu ei pidanud maksma üüriraha. Perekonnalt raha kaasamist omakapitali vormis või laenu teel ei nimetanud ükski intervjuueeritavatest. Seega võiks öelda, et tulemus ühtib Hoffmanni ja Radojevich-Kelley (2012: 56) väitega, et üha levinum on raha kaasamine muudest allikatest.

Äriviõistlused. Peamised viõistlused, millel osalemist intervjuude käigus välja toodi, oli Eesti suurim äriideede konkurss Ajujaht ning Prototroni rahastus, mis on loodud rahastamaks prototüübi valmistamist. Ajujahis osalesid Barking ja GoWorkaBit ning Prototronis Sympower, Barking ja Wolf 3D, kellest viimane küll toetust ei saanud. Ajujahti võrreldi ka kiirendiga ning toodi esile, et sealt saadav peamine kasu oli aktiivne meediakajastus, mis tuli hiljem kasuks turule tulemisel. Seejuures võimaldas Ajujaht mõlemal seal osalenud ettevõtjal saada ka auhinnarahasid, mis lisasid osalemisele väärtust juurde. Väärtustati ka Prototronilt saadud toetust. "Saime Prototronilt toetust, see aitas päris palju. Saime kinni makstud natuke riistvara, millega katsetada." (Rute 2017)

Riiklikud toetused. Riiklikke toetusi olid kasutanud kuuest ettevõttest pooled, kusjuures peamiselt räägiti Euroopa Liidu Horisont 2020 ja EAS-i toetustest. EAS-i

toetusi oli kasutanud kaks ettevõtet. Enamasti oli ettevõtjate suhtumine EAS-i suhtes aga kriitiline. Leiti, et taotlusprotsess on liiga ajamahukas ning tingimused ei sobi idufirmadele, kelle plaanid võivad kiiresti aja jooksul muutuda. Ettevõtjad, kes EAS-i toetusi kasutanud pole, ütlesid, et nad on EAS-i kohta palju halba kuulnud ning ei tea ühtegi ettevõtjat, kes oleks sellest kasu saanud. Teisalt Kõiv (2017) tõi välja, et nende puhul oli siiski toetusest ka kasu: "Praegu ma kindlasti EAS-iga koostööd ei teeks, lihtsalt sellepärast, et see võtab nii palju aega. Bürokratia ja paberimäärimine, ma ei viitsi tegeleda sellega. Tol hetkel oli see mõistlik, leidsime selle aja ja oli vaja seda teha. Alustavad ettevõtjad peaks selle ise ära proovima, siis nad teavad. Saime kasvutoetust 32 000€ ja tol hetkel oli see väga suur raha, saime toota väga palju. Seega sõltub staadiumist."

Horisont 2020 toetust oli üritanud taotleda edudult kaks ettevõtet ning ühel ettevõttel on hetkel toetus taotlemisel. Horisont 2020 suhtes ei oldud nii kriitilised kui EAS-i toetuste suhtes, mille põhjuseks on ilmselt suuremad rahasummad, mida on võimalik taotleda. Siiski peeti ka siinkohal probleemiks suurt ajakulu projekti kirjutamisel. Kahest ettevõtjast, kes polnud kasutanud ühtegi riiklikku toetust, üks ütles, et see on paar korda mõttest läbi käinud, kuid on jäänud tegemata suure ajakulu tõttu. Üks ettevõtja ütles aga, et tõsiselt süvenenud ei ole ühtegi toetusesse, kuna praegused vahendid on piisavalt hästi töötanud.

Kui valdavalt oldi riiklike toetuste suhtes kriitilised, siis Sympoweri kaasasutaja Georg Rute kiitis väga Soome riiklike toetusi. Eelkõige nimetas ta asutust TEKES, mis on Soome finantseerimisasutus tehnoloogia ja innovatsiooniga seotud ettevõtetele. TEKESi eelistena tõi Rute peamiselt välja paindlikkust, mitmeid startupide toetamiseks mõeldud rahastusvõimalusi ning suhteliselt lihtsat avalduse esitamise protsessi. Toetatakse väikese ja keskmise suurusega ettevõtteid ning isegi kui rahastus on peamiselt mõeldud ühe kulutüübi jaoks, siis ollakse selle kasutamise suhtes paindlikud. Lisaks tõi Rute veel välja, et kui EAS startupidele hästi ei sobi, võiks Eestis olla mõni teine asutus, mis sobiks.

Laenud. Laenukapitali oli uuringus osalenud ettevõtetest kasutanud kaks – Sympower ja Barking. Barking võttis laenu KredExi käendusel ning Sympower sai laenu Soomest sealse KredExi analoogi Finnvera käendusel. Lisaks kasutab Sympower ka

käibekrediiti, mis on oluline Sympoweri ärimudeli tõttu. Enamasti aga laenukapitali ei kasutatud ning ka seda kasutanud ettevõtted plaanivad jätkata pigem kapitali kaasamisega omakapitali vormis. Põhjustena toodi välja, et pangalaen on suhteliselt piiratud nii rahasumma mõttes ning ei aita ettevõtet edasi võrreldes sellega, mis ettevõte juba hetkel on, kuna pangalaenuga ei kaasne kontaktvõrgustikku ja muid lisaväärtusi.

Kiirendid. Kiirendites osales kuuest intervjuus osalenud ettevõttest neli: Sympower Amsterdamis Rockstart kiirendis, GoWorkaBit Londonis Seedcamp kiirendis, Wolfprint 3D Eestis Startup Wise Guys kiirendis ning ettevõte X ühes Euroopast väljas asuvas kiirendis. Kiirendite kaudu said ettevõtted 15 000 kuni 30 000 eurot 3-8% osaluse eest. Kiirendi, kus osales ettevõte X, ei investeerinud ettevõtetesse, vaid pakub mentorlust ning väärtuslikku ligipääsu võimalikele klientidele. Kiirendite puhul nimetati eelistena võimalust saada kogemust, teadmisi ning luua kontaktvõrgustikku. Samuti toodi välja, et kiirendi aitas leida hiljem ka investoreid. Kahe idufirma jaoks oli kiirendisse minek oluliselt ajendatud ka rahavajadusest, kuna ressursid jätkamiseks olid otsas. Kiirendisse ei mindud küll ainult raha järele, kuid see tuli ettevõtjate jaoks õigel ajal ning võimaldas tegevust jätkata. Siinkohal toob autor välja mõned iduettevõtjate mõtted kiirendite kohta:

- *"Jah, finants võimaldas meil jätkata pooleks aastaks. Tõenäoliselt oleks ka teisi meetodeid olnud võimalik leida, kuidas jätkata, aga kiirendi andis kindlasti ühe lisapõhjuse, miks sellega veel tegeleda. Kiirendi andis suure plussi juurde, sest seal on teised inimesed, saime uusi kogemusi, õppisime palju ning see suurendas šansse, et asi ikka toimib. Aga see põhjus ei olnud kindlasti ainult rahas, raha oleks ka teistmoodi olnud võimalik lahendada."* (Rute 2017)
- *"Meil oli väga raha vaja. Miks me üldse algul mõtlesime minna, oli see, et olukord lihtsalt sundis. [...] Oli hea uuesti fookusseerida, uuele asjale. Igatpidi hea otsus oli ja mitte ainult raha pärast. Kogemus ise oli seda väärt, mida soovitaks kindlasti. [...] Kuid kiirendisse minna selleks, et lihtsalt raha saada, on suhteliselt loll mõte."* (Tõke 2017)
- *Seedcampi me tegelikult ei läinud 15 000€ järgi, mis nad meisse investeerisid, vaid läksime sinna kogemust ja know-how'd saama.* (Vanaselja 2017)
- *"Ma ei näe põhjust miks minna kiirendisse, et lihtsalt olla kiirendis. Raha on võimalik ka palju mõistlikumalt kaasata."* (Intervjueeritav X)

Siit järeldub, et ehkki kõikide ettevõtete jaoks on kiirendi põhiväärtus sealt saadavad kogemused ning nõustatakse, et vaid raha pärast ei tohiks seda teha, siis on mitmel juhul oluline stiimul olnud ka raha. Kõikide kiirendites osalenud ettevõtjate suhtumine kiirendisse oli väga positiivne. Samas nimetati negatiivse küljena seda, et kiirendis osalemine on ajakulukas ning võtab fookust enda toote arendamiselt mõningal määral maha. Seetõttu nimetas ka Timmu Tõke Wolfprint 3D-st, et kuigi neid on kutsutud Techstarsi kiirendisse New Yorki, siis nad hetkel kahtlevad, kas sinna kandideerida. "Kiirendisse minemine võtab räigelt aega ja hoogu maha. See on jõhker ajakulu ja New Yorkis pole ilmselt meie turg ka. Pluss võtab aega ning osalust." (Tõke 2017)

Osaluspõhine ühisrahastus. Ühisrahastust oli uuringus osalenud ettevõtetest kasutanud vaid üks - Wolfprint 3D. Raha kaasati 650 000 USA dollari ulatuses ühisrahastusplatvormi SeedInvest kaudu, ületades seejuures esialgse eesmärgi 500 000\$. Esialgu ühisrahastuse peale ei mõeldud, kuid see valik tuli pigem pärast väga paljude investoritega kohtumist nii Eestis, Euroopas kui ka USAs, mis ei läinud edukalt. Euroopa suurimad ühisrahastusplatvormid, näiteks Crowdcube, võtsid Wolfprint 3D-ga ise ühendust, mistõttu üldse hakati ühisrahastuse peale mõtlema. Tegemist oli seega rahavajadusest tingitud sundotsusega. Teistest ettevõtetest kaks ütlesid, et on ühisrahastust korraks kaalunud, kuid mitte põhjalikult. Lisaks nimetati, et Eesti ühisrahastusplatvormid Fundwise ja Funderbeam on ise ettevõtetele teinud ettepaneku nende kaudu raha kaasata. Keeldumise peamise põhjusena toodi välja, et raha kaasamiseks ühisrahastuse kaudu polnud lihtsalt vajadust ning kui on väga hea firma ja hea toode, siis peaks olema võimalik raha kaasata ka otse. Seega oli uuringus osalenud iduettevõtjatel, kaasa arvatud SeedInvesti kaudu raha kaasanud Timmu Tõkel, suhtumine osaluspõhise ühisrahastuse suhtes pigem skeptiline.

Üheks negatiivseks aspektiks, mida ühisrahastuse puhul välja toodi, oli see, et ühisrahastuse kaudu on raha võimalik kaasata pigem väiksemates summates. "Ma olen ise Funderbeami uudiskirju saanud ja vaatan, et roundid, mis sealt tulevad on kuskil 100 000€ ainult." (Ruukel 2017) Lisaks toodi välja, et juhul, kui ettevõtte soovib suurema summa raha ühisrahastuse kaudu kaasata, peab enamus investeeringust olema juba kellegagi kokku lepitud, et teised investorid kaasa tuleks. Nimetati ka seda, et ühisrahastuse kaudu investeerimine nõuab küllalt palju aega ning vaev ei ole väiksem

kui otse investorite poole pöördudes. Timmu Tõke kirjeldas SeedInvesti kaudu raha kaasamise protsessi järgmiselt: "Suve lõpus hakkasime väga aktiivselt ette valmistama, tegime ära paberitöö, mis oli väga raske ja täiesti ajuvaba - pidime põhimõtteliselt neile keskkooli lõputunnistuse saatma isegi. Aga saime 2 kuuga tehtud. Iga päev tegime ränka tööd." (Tõke 2017)

Üheks peamiseks probleemiks, miks osaluspõhise ühisrahastuse suhtes oldi kahtleval seisukohal, oli selle kehv maine ning kartus, et ühisrahastuse kaudu raha kaasamine võib raskendada hiljem mujalt raha kaasamist. Probleemi kohta ütles Timmu Tõke järgmist: "Asi on selles, et investorid ei oska veel võtta seisukohta ühisrahastuse suhtes. Keegi ei ole konkreetselt öelnud, et see on väga kõva asi. See on nendele pigem oht kui midagi muud. Kui sa lähed suvalise platvormi juurde ja hakkad järgmist roundi tõstma pärast seda, kui oled selle suvalise kaudu tõstnud, siis on veel väiksem tõenäosus, et keegi sulle järgmise investeeringu annab." (Tõke 2017)

Positiivsete aspektidena nimetati aga seda, et ühisrahastus võib olla hea juhul, kui investorid oleks ka ettevõtte tulevased kliendid või kasutajad. Samuti toodi välja, et see võib sobida mõnes olukorras, kus raha ongi vaja vähe kaasata. Üldise arvamuse osaluspõhise ühisrahastuse kohta võiks kokku võtta Barking OÜ asutaja ja tegevjuhi Kustas Kõivu sõnadega: "See on selline uus ja huvitav lähenemine kindlasti. Võib-olla kui selle populaarsus kasvab, siis selle halb maine läheb minema" (Kõiv 2017).

Riskikapital. Mõned autorid käsitlevad riskikapitaliste ja äriingleid erinevate finantseerimisallikatena, teised jälle sünonüümidenä. Käesoleva töö käigus tehtud uuringu jooksul tuli välja, et iduettevõtjate valikut mõjutavad tegurid ning investorite leidmise protsess nii riskikapitalistide kui äriinglite puhul on suhteliselt sarnased ja erinevad vähesel määral. Seetõttu käsitletakse mõlemaid finantseerimisallikaid siinkohal üheaegselt ning ühe koondnimetuse – riskikapital – all. Lisaks käsitletakse sama nimetuse all ka ettevõtte tegevusvaldkonnaga seotud ettevõtteid, kes on investeerimise huvides ettevõttesse raha paigutanud. Riskikapitali olid kaasanud kõik uuringus osalenud iduettevõtted.

Uuringus osalenud ettevõtted olid riskikapitali kaasanud nii traditsiooniliselt äriinglitelt, ärimeestelt, idufirma tegevusvaldkonnaga seotud ettevõtetelt ja

spetsialistidelt kui ka riskikapitalifirmadelt. Ühe olulise eelisena riskikapitali kaasamisel peeti investorite lisaväärtusi, nagu teadmised, kogemused ja eelkõige kontaktvõrgustik. Mitme idufirma puhul olid investoriteks valdkonnaga seotud inimesed või ettevõtted, kes pakuvad väärtust ka toote või teenuse edasiarendamiseks. Seejuures võiks öelda, et umbes pooltele iduettevõtjatele olid rahast olulisemad just investorite lisaväärtused. Teised iduettevõtjad niivõrd investorilt valdkonnakogemust ja kontaktvõrgustikku ei oodanud, kuid samas siiski väärtustati ka neid lisaväärtusi kui need olemas olid.

Traditsioonilistelt riskikapitalifirmadelt, mis investeerivad teiste eraisikute või fondide raha, oli raha kaasanud vaid GoWorkaBit. Fleepi tegevjuht Henn Ruukel (2017) ütles, et ta on vähemalt kaks korda proovinud raha tõsta riskikapitalifirmadelt, kuid see ei ole õnnestunud. Ebaõnnestumise põhjuseks pidas Ruukel asjaolu, et ettevõtte ei ole veel õiges faasis ning täitnud vajalikke kriteeriumeid. Riskikapitalifirmadelt raha kaasamise eeliseks pidas Ruukel aga võimalust raha kaasata korraga suuremates summates, mis võimaldaks ennekõike kiiremini kasvada. Samas tõi Ruukel ka välja, et äriinglitelt raha kaasata on lihtsam kui riskikapitalifirmadelt: "Ingel võib põhimõtteliselt võtta sularaha oma pangakontolt välja ja panna siia kohvriga nurka. Ta ei pea ühtegi lepingut ka tegema kui ei taha. VC-del on otsused enamasti fondi reeglites kirjas ja väga harva on nii, et sinuga läbirääkiv partner saab üksi üldse otsustada. Ta peab kuskil komitees kaitsma seda investeeringut ja näiteks korra kuus või pigem nädalas nad saavad teha otsuseid. See tekitab ajalist lõtku ja viib selle pikemaks kui ingelinvesteeringud." (Ruukel 2017)

Peaaegu kõik uuringus osalenud ettevõtted olid raha kaasanud Eesti äriinglitelt või mittetraditsioonilistelt erainvestoritelt. Eelkõige olid just esimesed investeeringud Eesti päritolu ning hilisemad juba välismaalt. Eesti investoritelt polnud raha kaasanud vaid GoWorkaBit. Siiski oli ka see ettevõtte varasemalt Eesti äriinglitega rääkinud, kuid kuna siin ei õnnestunud raha kaasata, siis pöörduti välismaiste investorite poole. Seega võiks järeldada, et Eesti idufirmad eelistavad alustades raha kaasata eelkõige enda asukohale lähedalt. Samas võib põhjus olla kindlasti ka olemasolevas kontaktvõrgustikus.

Intervjuude käigus jäi mulje, et paljude iduettevõtjate jaoks oligi riskikapital ainuke tõsiselt võetav viis ettevõtte kasvu finantseerimiseks. Iduettevõtjate otsused eritiübiliste finantseerimisallikate vahel valimisel võiks kokku võtta järgmiselt.

- Laenud on vähepopulaarsed, kuid soodsate tingimuste korral neid mõnevõrra siiski kasutatakse.
- Riiklikke toetusi kasutatakse mingil määral algusfaasis, kuid üldine suhtumine on pigem negatiivne suure bürokraatia, ajakulu ja väikeste summade tõttu.
- Kiirenditesse mindi pigem võimaluse avanedes ning seda tehti nii kogemuste omandamiseks kui ka kiire rahavajaduse tõttu. Kiirendis osalemine võtab palju aega, mistõttu seda ei tohiks vaid raha pärast teha.
- Ühisrahastus ei ole iduettevõtjate seas populaarne ja sellel on kehv maine, mida kasutatakse pigem viimase variandina siis kui teisiti pole võimalik raha kaasata.
- Kõige populaarsem oli raha kaasamine äriinglitelt (nii traditsioonilistelt kui ka mittetraditsioonilistelt). Selle peamiseks põhjuseks oli lihtsus, investorite kontaktvõrgustik, teadmised ja kogemused.
- Kasvu saavutamiseks vajaliku suurema raha kaasamiseks nähakse ainuvõimalusena riskikapitalifirmasid (fondid).

Pärast seda kui ettevõtja on otsustanud, mis tüüpi allikast kapitali kaasata, tuleb teha lõplik valik kapitalipakkujate ehk investorite vahel. Kuna magistritöö fookus on eelkõige omakapitali kaasamisel finantseerimisallika valikut mõjutavate teguritel, keskendutakse nüüdsest vaid kiirenditele, ühisrahastusele ja riskikapitalile (s.h äriinglid). Järgnevalt analüüsib autor ettevõtjate otsust mõjutavaid tegureid ühetüübiliste allikate vahel valimisel. Ühtlasi tehakse ülevaade ka sellest kui paljude investoritega iduettevõtjad on ühendust võtnud ning kui keeruline ja ajamahukas kapitali kaasamise protsess on olnud. Samuti käsitletakse põgusalt ka kapitali kaasamise tingimusi ning investoritele antud õigusi.

Erinevate kiirendite vahel valimine. Enamike ettevõtjate jaoks tuli otsus kiirendis osaleda suhteliselt viimasel hetkel. Teisi kiirendeid põhjalikult ei kaalutud või isegi kui mingil määral teiste kiirendite kohta loeti, siis kandideeriti vaid ühte. GoWorkaBit-i tegevjuht ja kaasasutaja Kristjan Vanaselja (2017) kirjeldab otsust Seedcampi kiirendisse minna kui spontaanset ja entusiasmi pealt tehtud otsust. Seedcamp valiti peamiselt kiirendi hea maine ja tol hetkel käimasoleva taotlusvoori tõttu. "Nagu algusaegadel ikka tulid meil kõik otsused väga spontaanselt. Tol hetkel just kuulutati Seedcampi taotlusvoor välja ja Seedcamp on teada-tuntud hea kiirendi, siis läksime

lihtsalt selleks, et kogemusi saada. Me seda väga pikalt ei kaalunud, see oli päevade küsimus. Me ei otsinud teadlikult ühtegi kiirendit. Puhtalt entusiasmi pealt tehtud otsus." (Vanaselja 2017)

Kiirendi algusaeg mõjutas kiirendi valikut ka teiste ettevõtete puhul. Wolfprint 3D otsustas Startup Wise Guys kiirendisse minna, sest tegemist oli ainsa kiirendiga, kuhu oleks sisse saanud enne kui raha otsa saab. Ettevõtte Sympower läks Rockstart kiirendisse Hollandis aga peamiselt seetõttu, et kiirendi tegutses nende valdkonnas. Lisaks kaalus Sympower osalemist ka Eestis Startup Wise Guys-is, kuid kiirendi kontaktvõrgustik ning valdkond ei olnud ettevõtte jaoks niivõrd sobivad. Rockstart kiirendi puhul sobis hästi ka programmi algusaeg, mis oli oluline rahalistel põhjustel sarnaselt Wolfprint 3D-le. Ettevõtte tehnoloogiajuht Rute (2017) kirjeldas olukorda järgmiselt: "Rockstart on meie valdkonnas ja tuli täpselt õigel ajal. Teine variant – Startupbootcamp – oleks alanud alles aprillis. Meil ei olnud enam mõtet oodata Tallinnas, teades, et siin me ei saa oma toodet arendada. Sel hetkel meil ei olnud aga raha minna kuhugi mujale elama."

Ettevõtte X aga ei kaalunudki kiirendisse minekut. Otsus kiirendisse minna tuli seetõttu, et neid sinna kutsuti. Kuna tegemist on mittetraditsioonilise kiirendiga, mis ei investeerinud ettevõtetesse, siis ei tulnud otsus raha pärast, vaid valdkonnasobivuse tõttu. Teistesse kiirenditesse kandideerimise kohta ütles Intervjueeritav X (2017) järgmist: "Ei olnud mõtet. Kui me tahame kellegagi rääkida või midagi õppida, mida tahame *anyway*, siis võtame lihtsalt ühendust nende inimestega, kes on selles valdkonnas kõige suuremad eksperdid. Nad on enamasti nõus ka aitama, kui nad kuulevad, millega me tegeleme. See on siamaani mõjunud palju paremini kui kuskil kiirendis istumine."

Kiirendite vahel valimisel otsust mõjutavad tegurid on kokkuvõtvalt järgmised:

- kiirendiprogrammi algusaeg;
- tegevusvaldkond;
- kiirendi asukoht;
- kiirendi maine.

Seejuures tasub ära märkida, et ehkki otsus kiirendisse minna oli kahe ettevõtte puhul tingitud kiirest rahavajadusest, siis kaasatava kapitali suurus või äraantav osalus ei olnud erinevate kiirendite vahel valimisel määravad.

Erinevate ühisrahastusplatvormide vahel valimine. Kuna ühisrahastust kasutas uuringus osalenud idufirmadest vaid üks, siis siinkohal on võimalik kirjeldada vaid Wolfprint 3D valikut eri ühisrahastusplatvormide vahel. Nagu eelnevalt nimetatud, tuli otsus ühisrahastuse abil kapitali kaasata pärast seda kui riskikapitalidega rääkimine eduni ei viinud. Ühisrahastuse peale hakati mõtlema pärast seda kui Euroopa ühisrahastusplatvormid ettevõttega ise ühendust võtsid. Selleks hetkeks tahtis Wolfprint 3D aga raha kaasata USAst. Ühtlasi oli ettevõtte asutaja Timmu Tõke jaoks ülioluline, et raha kaasataks hea maine ja kvaliteediga ettevõttelt. "Me ei tahtnud teha traditsioonilist *crowdfundingut*, kus mingi hipsteri õluga kõrvuti tõstad raha tech-startupile" (Tõke 2017). Kaaluti kõiki parimaid, kuid valikusse jäi 4-5 platvormi, kellest SeedInvest oli tugevaim. Mitmed Euroopa ühisrahastusplatvormid tahtsid, et kampaania nende platvormil tehtaks, kuid suurt kaalumist ei olnud ning otsustati SeedInvesti kasuks selle hea maine tõttu.

Ühisrahastuse puhul oli Tõkele oluline, et raha ei kaasataks inimestelt, kes ei mõista iduettevõtetele investeerimise riski suurust. Seetõttu jälgiti ka ühisrahastusplatvormi valikul, et platvorm teadvustaks investoritele investeerimisega kaasnevaid riske. Eesti ühisrahastusplatvormide suhtes oli uuringus osalenud ettevõtjatel üldiselt hea suhtumine, kuid nimetati, et Fundwise ei sobi idufirmadele, vaid pigem väikestele ettevõtetele. Funderbeami ideed kiitis Tõke väga, kuid siiski taheti sel ajal raha kaasata USA-st ning ka rohkem kui tol hetkel Funderbeami kaudu võimalik oli. Ühtlasi tõi Tõke (2017) välja, et samal ajal kaasas üks Eesti ettevõtte raha väga aktiivse kampaaniaga, mis kutsus tavainimesi investeerima ja "kiirelt rikkaks saama". See oli Tõkele aga vastumeelne ja tugevdas otsust raha kaasata SeedInvesti kaudu. Olukorda kirjeldas Tõke (2017) järgmiste sõnadega: "Selline asi võib ära rikkuda kogu võimaluse, mis on tekkinud *crowdfundinguga*, mis võib anda alguse väga ägedatele projektidele. Kui on mingid tüübid, kes teevad siukest soga, siis see rikub kogu turu ära. Nii startupide jaoks kui inimeste jaoks, kes investeerivad ja lõpuks see lihtsalt keelatakse ära, sest mingid ahvid lihtsalt varastavad raha inimeste käest."

SeedInvesti puhul oli pool kaasatud kapitalist rahva (*crowd'i*) ning teine pool akrediteeritud investorite raha. Avalduse esitamise protsess oli keeruline ja võttis aega kaks kuud, pärast mida raha kaasamine kestis kolm kuud. Seejuures umbes 30% investoritest ning keskmiselt pool akrediteeritud investoritest tuli ettevõtjate enda, mitte niivõrd platvormi töö tulemusena. Ühtlasi on märkimisväärne, et umbes 70% investeeringutest tuli viimase ühe päeva jooksul. Kokku kaasati SeedInvesti kaudu 650 000 dollarit.

Olulisemad ühisrahastusplatvormide valikul otsust mõjutavad tegurid on järgmised:

- maine;
- platvormi põhiline tegevuspiirkond;
- soovitud kaasatava kapitali summa.

Erinevate riskikapitalistide ja äriinglite vahel valimine. Enamike ettevõtete puhul on väga suurt rolli riskikapitali kaasamisel mänginud isiklikud tutvused või tutvusringkond. Wolfprint 3D esimene investor EBS-i asutaja Madis Habakuk hakkas enne ettevõtte tegemiste vastu huvi tundma ja tekkis idee koostööd teha, misjärel otsustati investeerida. Järgmised väiksemad investeeringud tulid tuttavalt ning konsultandilt, kellega oli varasemalt koostööd tehtud. Sympoweri puhul olid suurem osa investoritest endised mentorid või mentorite tuttavad, keda tahetigi kaasata ka edasise nõu saamiseks. Fleepi puhul on väga suur roll investeeringute kaasamisel endistel Skype-i arendajatel, kes nüüd on ka äriinglid, näiteks Priit Kasesalu, Ahti Heinla, Sten Tamkivi, eesotsas Jaan Tallinnaga. Esimesed investeeringud tulidki just enda tutvusringkonnast ning ka kõik edasised on tulnud tutvuste kaudu. Samas Barkingu, GoWorkaBit-i ja Ettevõtte X puhul ei tulnud esimesed investeeringud tutvuste kaudu, kuna lihtsalt ei teatud piisavalt inimesi. Samas väärtustati tutvusi väga ning öeldi, et neid tasub hinnata.

Barkingu lähenemine investorite leidmisele oli väga erinev teistest. Nimelt ei asutud ühendust võtma traditsiooniliste äriinglitega ning ei käidud EstBANi ja teistel klassikalistel investorite leidmise üritustel müügikõnet (*pitchi*) tegemas, vaid suheldi investoritega personaalselt. Põhjuseks oli see, et Barking kaasasutajatele oli Eesti äriinglitest jäänud mulje, et äriinglite alla kuulub nii palju inimesi, kel tegelikult polegi

raha. Taheti vältida olukorda, kus 80 000€ suuruse finantseeringu saamiseks peab raha kaasama kaheksalt erinevalt investorilt. Meeskond koostas hoopis nimekirja Eesti rikkaimatest inimestest ning pöörduti otse nende poole, kes meeldisid või olid silma jäänud. Tol ajal otsiti investeeringut samade asutajate esimesele ettevõttele Bikeep ning Rain Lõhmus siis investeerida ei soovinud. Paar aastat hiljem Barkingule kapitali otsides aga võeti Lõhmusega uuesti ühendust ning sel korral sai investeering tehtud. Barkingu kogemusel võiks öelda, et üheks oluliseks teguriks investori valimisel on seega investori kapitalibaas.

Uuringu käigus sooviti vastus leida ka küsimusele "Kas Eesti idufirmadel on üldse finantseerimisallika valikul valikuvõimalust?". Kuuest intervjuueeritavast neli ütlesid, et nad ei ole ühelegi investeerimispakkumisele ära öelnud. Neist kahe puhul oli tegemist pigem sundseisuga, sest kapitali kaasamine võttis väga kaua aega. GoWorkaBit-i tegevjuht Vanaselja (2017) ütles, et raha kaasati lõpuks sellelt, kes nõus oli. Wolfprint 3D aga pöördus raha kaasama hoopis ühisrahastusplatvormi kaudu. Kuigi ka need ettevõtjad pidasid oluliseks investorite lisaväärtusi, siis olulisem oli siiski raha kaasata.

Teiste intervjuueeritavate kogemuste ja arvamuste põhjal võiks aga järeldada, et pigem on valikuvõimalus finantseerimisallika valikul siiski olemas. Erinevus seisneb eelkõige selles, kas ja kui oluliseks ettevõtjad peavad seda, kellelt nad raha kaasavad või on raha kaasamine ise nende jaoks oluline. Kahe ettevõtte (Fleep ja Sympower) esindajate arvates oli investeerimine samuti sundseis, kuid neil endal oli selles suhtes hästi läinud, et investorid tõesti olid nende valdkonnast teadlikud ja pakkusid ka lisaväärtust. Fleepi tegevjuht kirjeldas enda suhtumist järgmiselt: "Ma arvan, et ükskõik kellelt raha vastu võtta on väga ohtlik. Võib-olla lahendab see sul ära lühiajalise probleemi, aga tekitab pikaajalisi probleeme. Aga kui raha on täitsa otsas ja on vaid üks investor, kes on nõus investeerima, siis muidugi enamus võtavad selle raha. Mul ei ole sellist olukorda õnneks olnud, et pean vastu võtma investori ainult raha pärast." (Ruukel 2017)

Kahe idufirma – Ettevõtte X ja Barking – kaasasutajad ütlesid, et nad on vähemalt nelja investori pakkumisest keeldunud. Peamiselt oli ära ütlemise põhjusteks halb klapp investoriga või tunne, et investor ei tea, mida idufirmadesse investeerimine endast kujutab ning kui suure riskitasemega see on. Investori arusaama iduettevõttesse investeerimisest pidasid oluliseks ka ettevõtjaid, kes polnud ühestki pakkumisest

keeldunud. Peamiseks eesmärgiks oli vältida võimalust tulevikus probleemide tekkimiseks kui investori osalus väheneb või ta ei saa oma osalust maha müüa talle sobival ajal. Intervjueeritav X tõi veel välja, et tasub rääkida inimestele, kes investeerida soovivad, mida idufirmasse investeerimine tähendab ja säästa osapooli hilisematest üllatustest. "Startupidesse investeerimine ei ole iga investori jaoks kõige õigem lahendus." (Intervjueeritav X)

Teiseks väga oluliseks teguriks investori valimisel oli isiklik hea läbisaamine, klapp ja sümpaatsus. Ühtlasi toodi välja, et kui investorid valivad enamasti idufirmasid selle alusel, kelle idee neile meeldib ja kelle tiimi nad usuvad, siis on need tegurid olulised ka idufirmadele. Iduettevõtjad tahavad samuti, et investorid neid usaldaks, neid asjatult ei kontrolliks ning probleemi olemusest aru saaksid. Finantseerimisallika valikut mõjutavate teguritena nimetati veel investorite kontaktvõrgustikku, valdkonnakogemust ja teadmisi. Samuti levinud analüüsida, kas investor on nõus ka hiljem nõu ja abiga panustama. Kokkuvõtvalt võiks öelda, et iduettevõtjad peavad investorite valimist väga oluliseks. Arvamuse võiks kokku võtta Intervjueeritav X (2017) sõnadega: "Ega see nüüd lihtne ka pole olnud. Meil on ka olnud aegu, kus jookseme rahast tühjaks. Oluline on seejuures jääda oma arusaamale kindlaks, et pea vastu ja leia õige inimene. Kui seal hakkad järeleandmisi tegema, just kvaliteedis ja nii, siis lihtsalt abiellud vale inimesega. See pole kunagi hea asi."

Kapitali kaasamise protsess oli kõikide ettevõtjate arvates pigem keeruline, kuid samas erines see oluliselt ka ühe ettevõtte erinevate kapitali kaasamise kordade suhtes. Umbes pooled ettevõtjad leidsid esimesed investorid kiirelt, sest ettevõtja ja investor olid juba varasemalt tuttavad ning usaldus oli olemas. Samas neil, kel tutvusi polnud, võttis investorite leidmine esialgu rohkem aega, kuid tutvuste tekkides muutus hiljem lihtsamaks. Mitmest intervjuust selgus, et oluliseks peeti rääkida vähemalt saja investoriga. Paljude investoritega rääkimist peeti oluliseks, et tekitada endale piisavalt valikuvõimalust. "Kui räägid kümne investoriga, siis sa ei saa kunagi öelda, et ma ei suutnud. Sa lihtsalt ei rääkinud piisavalt paljudega. Ma arvan, et kuskil sada on see maagiline number. Kui sa saja investoriga oled rääkinud, siis sa võid mingid järeldused teha..." (Kõiv 2017)

Kapitali kaasamise protsess alates investoritega kontakteeruma hakkamisest kuni kinnituseni võttis ettevõtjatel aega keskmiselt 2-3 kuud, millele mõningatel juhtudel järgnes kuni kuus kuud lepingute ja dokumentatsiooni jaoks. Kõige pikemalt läks kapitali kaasamise protsess alates otsima hakkamisest kuni raha saamiseni GoWorkaBit-il. Selle aja jooksul prooviti raha tõsta vahepeal aktiivsemalt, vahepeal vähemaktiivselt. Ettevõtte tegevjuht Vanaselja ütles, et lõpuks võtsid nad investori vastu raha vastu lihtsalt sellepärast, et see investor oli nõus. Samas oli GoWorkaBit-il olemas ka arvestatav käive, mille toel suudeti samuti vaikselt kasvada, mistõttu võib arvata, et investorite otsimine polnud ka piisavalt aktiivne, et iseendale valikut tekitada. Fleepi tegevjuht nimetas, et vahel on neil piisanud raha kaasamiseks ka vaid kahest Skype-i kõnest. Seega võib järeldada, et kapitali kaasamise ajamahukus ja keerukus võib erineda oluliselt nii erinevate ettevõtete vahel kui ka sama ettevõtte erinevate kapitali kaasamise kordade vahel. Seda kinnitas ka Ruukel (2017) järgmiste sõnadega: "Siin kindlat reeglit ei ole. Minu praktikas on osad *roundid* olnud nii, et kaks Skype-i kõnet ja kogu *round* koos ning ainult vormistamise kulu. Osad *roundid* on aga nii, et pigistad nagu kivist vett välja ja reisis, teed kohtumisi. Midagi ei juhtu, aga aeg kulub ja jõuab kätte hetk, kus sul ei ole enam raha."

Ühtlasi tasub ära märkida, et umbes pooltel juhtudel kaasati finantseeringut konverteeritava laenuna. Selle eeliseks peeti peamiselt kiirust ja lihtsust nii ettevõtjate kui investorite vaatevinklist lähtuvalt. Kuigi jäi mulje, et investori valikul hinnang ettevõtte väärtusele, ära antav osalus ja kapitali kaasamise tingimused kõige olulisemat mõju ei avaldanud, siis Kustas Kõiv Barking-ust nimetas häid tingimusi siiski väga oluliseks. "Minu arvates on oluline head tingimused saada, et pärast tunned, et on hästi müüdud. Pead ise tundma, et läks hästi, mitte nii, et nojah, olin nõus, kuna muud variandid puudusid." (Kõiv 2017)

Kõikide uuringus osalenud idufirmade puhul oli üle 60-70% osalusest endiselt asutajate käes. Peamiselt oli ettevõtjate huviks aga ettevõtte kasvatamine ning osaluse käest ära andmist võeti kui paratamatust. Mitmel juhul toodi välja, et parem on olla väike osa suurest ettevõttest kui suur osa väikesest. Samas peeti asutajate osaluse säilitamist mõnevõrra siiski oluliseks, et neil säiliks motivatsioon ja omanditunne, mitte ei muututaks töötajateks enda ettevõttes. Osaluse säilitamist peeti oluliseks ka tuleviku

huvides, kuna juhul kui tingimused polnud head ning osalust või õiguseid oli liialt käest antud, kardeti, et see võib raskendada hilisemaid investeeringute kaasamisi. Probleemi nimetas näiteks Wolfprint 3D tegevjuht Timmu Tõke, kes mainis, et nende esimene kapitali kaasamine läks nii investorile kui ettevõtjate vähese kogemuse tõttu just seetõttu kehvasti, et anti osalust liiga palju ära. Seda ei peetud halvaks kontrolli või raha tõttu, vaid just järgmiste kaasamiste huvides.

Seega kontrollõiguse säilitamine polnud kindlasti uuringus osalenud ettevõtjate eesmärk. Kui analüüsida seda teooria seisukohast lähtuvalt, võiks öelda, et ehkki ettevõtlusega alustamise põhjuseks oli iduettevõtjatel pigem soov olla ettevõtja ning rikkuse suurendamine oli vähemoluline, siis võivad aja jooksul ettevõtjate eesmärgid muutuda ning enesemääratlusest olulisemaks saab rikkuse maksimeerimine. Seetõttu peeti väga oluliseks kaasata häid inimesi, kellelt tuleb lisaväärtust ning enesemääratlust peeti isegi ohuks. "See mõtlemine, et mulle kuulub ettevõte, on tõsine ohumärk. Kui ühele asutajale kuulub 80%, siis temaga ei saa midagi koos teha ja tal on järelikult mingi tohutu kontrollivajadus. Potentsiaal kuhugi kasvada on ikkagi tiimitöö, mitte üksi. Kui mingi hea asi maha müüa, näiteks Skype, siis juba 1% osalust on väga ilus number. Aga selleks, et sinna jõuda, tuleb ikka osalust väga headele inimestele kohe kühvliga jagada, et nad seda sinuga koos teeksid. Muidu ei jõua sinna kuidagi." (Ruukel 2017)

Samas oli kõikides ettevõtetes kontrollõigus siiski asutajate käes. Investoritel oli koht juhatuses vaid kahes ettevõttes ning ka nende ettevõtete puhul öeldi, et praktikas räägivad investorid juhtimisküsimustes väga vähe kaasa. Samuti oli osanikel hääleõigus. Samas öeldi aga, et isegi kui investoritel hääleõigust või muid otsustusõigusi pole, siis on väga oluline, et kõik osanikud siiski pidevalt tehtud otsustega rahul oleks. Toodi välja, et juhul, kui asjad lähevad sinnamaale, et otsuste tegemisel tuleb hakata hääletama, on asjad juba halvad niikuinii. "Kui sul legaalselt on isegi võimalik öelda, et kuule, sul ei ole häält, siis see on juba väga halb kui sa sellistest asjadest nendega räägid. Meil on õnnestunud kõik otsused vastu võtta saajaprotsendiliselt poolthäältega. [...] Loomulikult on vahel lahkarvamusi, aga me oleme need kõik ära lahendanud ja kokku leppinud ning siis edasi liikunud. Meil ei ole selleks vaja olnud juriidilist tööriista, et hääletame millegi üle ja kui keegi on vastu, siis selle ja selle punkti järgi saame siiski edasi liikuda. (Ruukel 2017)

Kokkuvõtlikult võiks öelda, et olulisemad riskikapitali investori valikul otsust mõjutavad tegurid on järgmised:

- isiklik sobivus investori ja ettevõtja vahel;
- investori arusaam idufirmadesse investeerimisest;
- lisaväärtused ja võimalused, mida investor ettevõtjale pakub.

Tabelis 8 on välja toodud kõik intervjuude käigus selgunud finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid omakapitali kaasamisel. Lihtsuse huvides on sarnased või seotud tegurid koondatud ühe nimetuse alla. Tegurite taha on märgitud selle osatähtsus uuringus osalenud ettevõtete jaoks, kusjuures tumehalliga on märgitud tegurid, mille olulisust ettevõtjad kõige enam rõhutasid ja helehalliga tegurid, mida mainiti, kuid mis olid pisut vähem olulised. Ristiga on märgitud tegurid, mille kohta võiks intervjuude põhjal kindlalt eeldada, et tegur finantseerimisallika valikut ei mõjutanud ning valgeks on jäetud tegurid, mida vastava ettevõtte esindaja intervjuu käigus ei nimetanud.

Tabel 8. Finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid intervjuude põhjal. (Tingmärkide selgitus: tumehall- väga oluline; helehall- keskmiselt oluline; rist - mitteoluline; valge - tegurit ei mainitud)

Finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid	Wolfprint 3D	Sympower	Flepp	Barking	GoWork aBit	Ettevõtte X
Sundseis ehk valikuvõimaluse puudumine, mistõttu kaasati raha sellelt, kes oli nõus						
Raha kaasamise lihtsus, kiirus või ajakulu						
Rahavajaduse suurus ja investori kapitalibaasi suurus						
Kapitali kaasamise tingimused; hinnang ettevõtte väärtusele; äraantav osalus						
Investori asukoht						
Investori maine (k.a investori soovitamine tutvuste kaudu)						
Ühised ambitsioonid ja ootused ning investori arusaam idufirmadesse investeerimisest						
Investori arusaam probleemist						
Investori usk tiimi						
Isiklik sobivus ja klapp investoriga						
Investori valdkonnakogemus ja teadmised						
Investori kontaktvõrgustik						

Allikas: Autori koostatud

Kuna tabel tehti selle alusel, mida intervjuudes osalejad nimetasid ilma intervjuueerija mõjutusteta, siis märke puudumine ettevõtte all ei pruugi tähendada, et tegur mõju ei avaldanud. Tabel hõlmab nii kiirendite, ühisrahastuse kui ka riskikapitalistide vahel valimisel otsust mõjutavaid tegureid. Seetõttu isegi kui ühe finantseerimisallika valiku puhul mängis rolli tegur, mis teiste allikate puhul oluline polnud, on konkreetse ettevõtte alla tegur siiski märgitud.

Ehkki finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite olulisuse objektiivseks reastamiseks oleks autori hinnangul vaja suurema valimiga kvantitatiivset uuringut, võib uuringust mõningased järeldused tegurite osatähtsuse kohta siiski teha. Eeldusel, et iduettevõtjad nimetasid valdavalt tegureid, mis nende jaoks kõige olulisemad olid, võiks järeldada, et olulisemad Eesti iduettevõtjate finantseerimisallika valiku mõjutegurid omakapitali kaasamisel on:

- ühised ambitsioonid ja ootused ning kindlus, et investor saab aru, mida idufirmadesse investeerimine tähendab;
- raha kaasamise lihtsus, kiirus ja ajakulu;
- ettevõtja ja investori vaheline isiklik sobivus ja klapp;
- investori valdkonnakogemus ja teadmised;
- investori maine (kaasa arvatud investori soovitamine tutvuste kaudu).

Üllatavalt vähe nimetasid ettevõtjad valikut mõjutavate teguritena kapitali kaasamise tingimusi ja hinnangut ettevõtte väärtusele. Selle põhjuseks võib olla see, et peamiselt õnnestus ettevõtjatel raha kaasata neile sobivatel tingimustel niikuinii. Ehkki toodi välja, et mõnel korral on raha kaasatud ka halvematel tingimustel kogemuse puudumise tõttu, siis valikut see siiski ei mõjutanud. Vaid üks ettevõtja nimetas ühe oluliseima tegurina just raha kaasamist headel tingimustel, millega saaks ise rahul olla. Väljaselgitatud teguritest mitmed, näiteks investori maine, valdkonnakogemus ja teadmised, olid küllalt põhjalikult käsitletud ka varasemates uuringutes (vt ptk 1.2). Samas selgus uuringu käigus ka uudseid tegureid, näiteks see, et iduettevõtjad tahavad, et nende ja investori vahel oleks isiklik sobivus ja klapp, investoril ja ettevõtjal oleks ühised ambitsioonid ja ootused ning investor saaks aru, mida idufirmadesse investeerimine tähendab. Isikliku

sobivuse olulisust nimetasid teoreetilisest kirjandusest vaid Nielsen (2017) ja Bussgang (2010).

Ühtlasi võib uuringu tulemustest järeldada, et ettevõtjate jaoks, kes juba asuvad omakapitali kaasama, pole enesemääratlus enam niivõrd oluline. Enda otsustusõigusest ja enesemääratlusest olulisem on tahe teha midagi innovaatilist, kiirelt kasvada ja seeläbi loodetavasti ka rikkust maksimeerida. Uuringu tulemused ühtivad seega ka Hogani ja Hutsoni (2005) uuringu tulemustega. Seega omakapitali kaasamisel mõjutavad finantseerimisallika valikut ettevõtja omadustest enam investorite omadused. Uurimistulemustest võiks samuti järeldada, et ehkki kapitali kaasamist nähakse enamasti kui sundtegevust, mida tuleb ettevõtte kasvatamise nimel teha, siis ettevõtjatel on siiski kasvõi mõnevõrra valikuvõimalust finantseerimisallika valimisel.

KOKKUVÕTE

Idufirmadel on majanduse edendamises Eestis üha suurenev roll. Idufirmadega seondult on üks põhiküsimusi nende finantseerimine. Ehkki ettevõtete finantseerimine on sõltuv kahest osapooldest, keskendutakse valdavalt sellele, kuidas investorid valivad idufirmasid ning ettevõtjapoolne nägemus investori valikust on jäänud pigem tagaplaanile. Olemasolevad uuringud ettevõtjate finantseerimisotsuste kohta on peamiselt keskendunud vaid laenu- ja osaluspõhise kapitali vahel valimisele, mis ei pruugi iduettevõtjate otsuste mõistmiseks olla piisavad, kuna laenukapitali idufirmade puhul eriti ei kasutata. Ühtlasi pole ettevõtjate finantseerimisallika valiku uurimisel senini käsitletud ka uuemaid välise omakapitali kaasamise võimalusi nagu osaluspõhine ühisrahastus või ärikiirendid. Siit tulenevalt sai magistritöö eesmärgiks välja selgitada tegurid, mille alusel teevad Eesti iduettevõtjad valiku finantseerimisallikate vahel omakapitali kaasamisel.

Uurimiseesmärgi täitmiseks anti esmalt ülevaade idufirmade olemusest, nende finantseerimise võimalustest ja eri finantseerimisallika erinevustest. Idufirmade finantseerimiseks on mitmeid võimalusi, mille saab jagada kapitali kaasamise tingimuste alusel kolmeks: laenu-, osalus- ja annetuspõhine kapital. Seejuures osaluspõhine kapital on idufirmade finantseerimiseks nende varases staadiumis kõige kättesaadavam ja levinum. Kõige olulisemateks osaluspõhisteks finantseerimisallikateks idufirmade finantseerimisel on kiirendid, ühisrahastus, äriinglid ja riskikapitalifirmad. Teoreetilise osa esimese alapeatüki tulemusena koostati nimetatud osaluspõhiste finantseerimisallikate võrdlus.

Teoreetilise osa teise alapeatüki tulemusena valmis põhjalik ülevaade ettevõtjate finantseerimisotsuseid mõjutavatest teguritest ning neid enda uurimustes käsitlenud autoritest. Finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid võiks jagada kaheks: ettevõtja omadustega ja finantseerimisallika omadustega seotud tegurid. Ettevõtja omadustega seotud tegurite alla kuuluvad mitmed psühholoogilised aspektid ehk see kas ettevõtja

tahab olla iseseisev või rikkust maksimeerida. Samuti ettevõtja haridus ja kogemus ning mitmed demograafilised omadused. Seejuures ettevõtja omadustega seotud tegureid on uuritud oluliselt rohkem kui investori omadustega seotud tegureid, mis võib olla põhjustatud varasemate uuringute fookusest vaid laenu- ja osaluspõhise kapitali vahel valimise uurimisele. Võib aga eeldada, et juhul kui on juba tehtud valik kaasata omakapitali, muutuvad olulisemateks teguriteks hoopis erinevad finantseerimisallikaga seotud tegurid. Nendeks on näiteks investori valdkonnakogemus, kapitalibaasi suurus, investori maine või kapitali kaasamise tingimused. Seejuures on mitmete uuringute põhjal leitud, et olulisemateks teguriteks on investori maine ja valdkonnakogemus ning parema mainega investorite pakkumine aktsepteeritakse tõenäolisemalt ning isegi allahindlusega ettevõtte väärtuselt.

Empiiriline osa koosneb kolmest osast. Esmalt anti ülevaade Eesti idufirmadega seotud investeeringutest ning Eesti startup-ökosüsteemist. Ülevaate tulemusel selgus, et Eesti startup-ökosüsteem on jõudsalt arenemas, olles peaaegu kolm korda suurema kasvuindeksiga kui Euroopa keskmine. Eestis on kaks ärikiirendit, mitmeid ühisrahastusplatvorme, tugev äriinglite võrgustik ning ka mitmeid riskikapitalifonde. Peamiseks probleemiks tuuakse aga välja väiksemat Eesti investorite kapitalibaasi võrreldes välismaistega ning ka seda, et Eesti investorid ei too kaasa piisavalt lisaväärtusi.

Magistritöö eesmärgi täitmiseks kasutati kvalitatiivse uuringu alaliiki juhtumiuuringut. Andmete kogumiseks viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud kuue Eesti idufirma kaasasutajaga. Valimisse oli eesmärk kaasata ettevõtted, kes on kapitali kaasanud erisugustest allikatest viimase kahe aasta jooksul. Kõik uuringus osalenud iduettevõtjad olid kaasanud riskikapitali, kiirendites oli osalenud neli ettevõtet ja ühisrahastuse kaudu oli raha kaasanud vaid üks ettevõtja. Lisaks olid kolm ettevõtjat kasutanud ka riiklikke toetusi ning kaks võtnud käendusega laenu.

Uuringu käigus kogutud andmed süstematiseeriti ning finantseerimisallika valikut mõjutavaid tegureid analüüsiti esialgu eritüübiliste ning seejärel samatüübiliste allikate vahel valimisel. Lõpuks toodi kõik mõjutegurid välja tabelina koos tegurite osatähtsusega uuringus osalenud iduettevõtete finantseerimisotsustes. Intervjuude tulemusel võiks öelda, et idufirmad kaaluvad küllalt palju erinevaid finantseerimis-

alternatiive, kuid raha eelistatakse kaasata siiski pigem äriinglitelt või riskikapitalifirmadelt. Muudest allikatest otsustatakse kapitali kaasata vaid juhul kui see algselt soovitud viisil ei õnnestu. Valik tuleb teha aga ka samatüübiliste finantseerimisallikate vahel.

Väga olulisteks teguriteks finantseerimisallika valikul osutusid ettevõtja ja investori ühised ootused ning kindlus, et investor mõistab idufirmadesse investeerimise olemust. Nimelt ütles ainukesena ühisrahastuse teel raha kaasanud ettevõtja, et peamine põhjus, miks ei tahetud raha kaasata Eesti ühisrahastusplatvormidelt, oli tunne, et inimesed, kes selle kaudu raha investeerivad, ei tea kui tõenäoliselt nad oma raha kaotada võivad. Seda tegurit pidasid oluliseks ka teised iduettevõtjad, kuna valede ootustega investeerimine tähendab pikaajalises mõttes palju probleeme ja tülisid. Hilisemate probleemide vältimiseks peeti oluliseks ka isiklikku sümpaatiat investori ja ettevõtja vahel. Seejuures võrreldi investori ja ettevõtja suhet ka kui abielu, kuna pärast ollakse mitmeid aastaid seotud. Kaks ettevõtjat ütlesid, et nemad on ära öelnud lausa neljale pakkumisele, sest klappi investoriga ei tekkinud või tundus, et investor ei tea, mida idufirmasse investeerimine tähendab.

Levinud mõjuteguriks oli ka kapitali kaasamise lihtsus ja ajakulukus, mis on mõistetav, kuna aeg on üks olulisemaid ettevõtjate ressursse. Seetõttu suhtuti pigem negatiivselt riiklikesse toetustesse ning väga levinud oli raha kaasamine konverteeritava laenu vormis. Investori mainet nimetasid iduettevõtjad oluliseks nii äriinglite, riskikapitalifirmade, kiirendite kui ühisrahastuse puhul. Seejuures peamiseks põhjuseks, miks vaid üks ettevõtja oli ühisrahastust kasutanud, oligi ühisrahastuse halb maine. Investori valdkonnakogemust ja teadmisi nimetasid olulistena kuuest intervjuueeritavast pooled.

Üllatavalt vähe nimetasid ettevõtjad valikut mõjutavate teguritena kapitali kaasamise tingimusi ja hinnangut ettevõtte väärtusele, mille põhjuseks võib olla see, et raha õnnestus kaasata sobivatel tingimustel niikuinii. Samas olid mõnel korral ettevõtjad raha kaasanud ka halvematel tingimustel. Seega ühtib tulemus varasemate uuringutega, mille kohaselt hea mainega investori pakkumine aktsepteeritakse tõenäolisemalt ning allahindlusega ettevõtte väärtuselt. Vaid üks ettevõtja nimetas ühe oluliseima tegurina just raha kaasamist headel tingimustel, millega saaks ise rahul olla.

Uuringu tulemustest võib veel järeldada, et ehkki kapitali kaasamine on sundtegevus, mida tuleb ettevõtte kasvatamise nimel teha, siis ettevõtjatel on siiski kasvõi mõnevõrra valikuvõimalust finantseerimisallika valimisel. Ettevõtjate jaoks, kes juba asuvad omakapitali kaasama, on enda otsustusõigusest ja enesemääratlusest olulisem teha midagi innovaatilist ja kiirelt kasvada. Seega omakapitali kaasamisel mõjutavad finantseerimisallika valikut ettevõtja omadustest enam investorite omadustega seotud tegurid.

Magistritöö autor usub, et töö tulemused on väärtuslikud vähemalt kolmele sihtgrupile. Esiteks võimaldab käesolev töö mõista alustavatel ettevõtjatel erinevusi finantseerimisallikate vahel ning õppida teiste iduettevõtjate kogemusest. Teiseks, magistritöö loob aluse uutele akadeemiliste uurimistööde tegijatele edasisteks uuringuteks selles valdkonnas, mis võiksid juba olla kvantitatiivsed uuringud, et leida seoseid finantseerimisallika valikut mõjutavate tegurite ning ettevõtjate omaduste vahel. Kolmandaks võivad töö tulemused pakkuda huvi ka osaluspõhise finantseeringu pakkujatele, andes olulist infot iduettevõtjate suhtumise kohta eri finantseerimisallikatesse, mis on vajalik mõlema osapoole parema koostöö sujumiseks.

Magistritöö edasiarendamiseks on mitmeid suundi. Nagu juba nimetatud, võiks edaspidised iduettevõtjate finantseerimisküsimusi käsitlevad uuringud olla kvantitatiivsed, et uurida milline seos on idufirmade omadustel finantseerimisotsust mõjutavatele teguritele. Samuti saaks uuringut edasi arendada, kaasates valimisse rohkem hilisema staadiumi ja eri valdkondade ettevõtteid, et uurida kas varase ja hilise staadiumi või eri valdkondade ettevõtete finantseerimisallikat mõjutavates tegurites on olulisi erinevusi. Põhjalikumalt saaks uurida ka finantseerimisallika valikut mõjutavaid tegureid vaid ühest finantseerimisallikast lähtuvalt. Kuna käesolev magistritöö oli tehtud vaid Eesti idufirmade põhjal, tasuks uuringut korrata ka teiste riikide idufirmade puhul, et veenduda uuringu tulemuste üldistatavuses teiste riikide idufirmadele. Samas on idufirmade finantseerimise üldloogika sarnane kõikides riikides, mistõttu pole põhjust eeldada, et uuringu tulemused ei võiks olla teiste riikide idufirmadele üldistatavad.

VIIDATUD ALLIKAD

1. About us. How it was started? - Eesti Startupi Juhtide Klubi.
[<http://www.startupleadersclub.com/about-us>] 24.03.2017
2. Angel Investor Statistics - Statistic Brain, 2016
[<http://www.statisticbrain.com/angel-investor-statistics/>] 21.04.2017
3. Arengufondist. Eesti Arengufond
[<http://www.arengufond.ee/arengufondist/tutvustus/>] 27.02.2017
4. **Atherton, A.** Cases of start-up financing: An analysis of new venture capitalisation structures and patterns. - International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, Vol 18, Issue 1, 2012, pp. 28 – 47
5. BaltCap kodulehekülg [<http://www.baltcap.com/>] 01.04.2017
6. Balti Innovatsioonifond. KredEx [<http://www.kredex.ee/riskikapital-12/balti-innovatsioonifond-4/>] 01.04.2017
7. Balti Innovatsioonifondi allfondid. KredEx [<http://www.kredex.ee/riskikapital-12/balti-innovatsioonifondi-allfondid-3/>] 01.04.2017
8. **Barringer, B. R., Ireland, R.D.** Entrepreneurship - Successfully Launching New Ventures. 4th Edition. Harlow: Pearson Education Limited, 2012, 591 p.
9. **Baskin, J.** An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. - The Journal of the Financial Management Association, Vol. 18, Issue 1, 1989, pp. 26-35
10. **Bettignies, J., Brander, J. A.** Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital - Journal of Business Venturing, Vol 22, 2007, pp. 808–832
11. **Blank, S., Dorf, B.** The Start-up Owners' Manual. The Step-By-Step Guide for Building a Great Company. California: K&S Ranch Publishing LLC, 2012, 571 p.
12. **Brown, T.E., Boon, E., Pitt, L.F.** Seeking funding in order to sell: Crowdfunding as a marketing tool - Business Horizons, Vol 60, 2017, pp. 189-195

13. **Bussgang, J.** Mastering the VC Game - A Venture Capital Insider Reveals How to Get from Start-up to IPO on YOUR Terms. New York: Penguin Group Inc., 2010, 244 p.
14. **Carter, R. B., Van Auken, H.** Bootstrap financing and owners' perceptions of their business constraints and opportunities – Entrepreneurship & Regional Development, March 2005, pp. 129-144
15. **Cassar, G.** The financing of business start-ups – Journal of Business Venturing, Vol 19, 2004, pp. 261–283
16. **Chaganti, R., DeCarolis, D., Deeds, D.** Predictors of Capital Structure in Small Ventures. - Entrepreneurship Theory & Practice, Vol 20, Issue 2, 1995, pp. 7-18.
17. **Colombo, M. G., Grilli, L.** Founders' human capital and the growth of new technology-based firms: A competence-based view - Research Policy, Vol 34, 2005, pp. 795-816
18. Companies. Headquarters Location - Estonia. Crunchbase. [<https://www.crunchbase.com/app/search/companies/3d1cd8d6517c7255ab16bc50b233024d0003607b>] 27.02.2017
19. **Criscuolo, P., Nicolaou, N., Salterm, A.** The elixir (or burden) of youth? Exploring differences in innovation between start-ups and established firms. - Elsevier, Research Policy, 2012, Vol 41, pp. 319-333
20. Crowdfunding Industry Statistics – Statistic Brain, 2016 [<http://www.statisticbrain.com/crowdfunding-platform-statistics/>] 21.04.2017
21. Crowdfunding innovative ventures in Europe. The financial ecosystem and regulatory landscape. Final report. - SpaceTec Capital Partners GmbH, 2014, 75 p.
22. **Delventhal, S.** Series A, B, C Funding: What It All Means and How It Works. - Investopedia, October 20, 2015 [<http://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>] 01.04.2017
23. **Denis, D. J.** Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence - Journal of Corporate Finance, Vol 10, 2004, pp. 301– 326
24. Donated capital. Financial Dictionary - The Free Dictionary. [<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/donated+capital>] 18.03.2017

25. Eesti väärtpaberite keskregistri seaduse ja sellega seondult teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskiri. Eelnõu, veebruar 2017, 76 lk
[http://www.koda.ee/public/Seletuskiri_EVKS_jm.pdf] 01.04.2017
26. EstFund. KredEx [<http://www.kredex.ee/riskikapital-12/estfund/>] 01.04.2017
27. Estonia Startup Ecosystem Report. Startup Compass, 2016, 8 lk
28. Estonia Startups. AngelList. [<https://angel.co/estonia>] 24.03.2017
29. Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus. EAS [<http://www.eas.ee/eas/>] 27.02.2017
30. European Early Stage Investments 2015 – EBAN, May 2016
[<http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-market-overview>]
16.05.2017
31. EY global venture capital trends 2015 - EY. Building a better working world, 2015, 14 p. [[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-venture-capital-trends-2015/\\$FILE/ey-global-venture-capital-trends-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-venture-capital-trends-2015/$FILE/ey-global-venture-capital-trends-2015.pdf)] 21.04.2017
32. Facts and figures. About us. EstVCA [<http://www.estvca.ee/about-us>] 01.04.2017
33. Focus. Karma.vc [<http://www.karma.vc/#start>] 01.04.2017
34. **Frid, C.J., Wyman, D.M., Gartner, W.B., Hechavarria, D.H.** Low-wealth entrepreneurs and access to external financing. – International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, Vol 22, Iss 4, 2016, pp. 531 - 555
35. FunderBeam. - LHV ajakiri Investeeri. LHV Financial Portal, 29. juuli 2016
[<http://lhv.delfi.ee/news/5024542?locale=en>] 01.04.2017
36. Funding, Failures & Exits of Estonian Tech Startups 2006-2017 #EstonianMafia. Garage48 [https://docs.google.com/spreadsheets/d/1csgtaNSI949AumfOBhwhD_S-o7wc1UIhKZdWUS4Vy-Q/edit#gid=5] 27.02.2017
37. Fundwise kodulehekülg [<https://fundwise.me/et>] 01.04.2017
38. **Gleeson, A.** Why You Should Enter a Business Plan Competition. Bplans.co.uk [<http://articles.bplans.co.uk/writing-a-business-plan/why-you-should-enter-a-business-plan-competition/387>] 18.03.2017
39. Global Accelerator Report 2015 – Gust.com, 2015 [<http://gust.com/global-accelerator-report-2015/>] 21.04.2017
40. GoWorkABit leiab ettevõttele töötajad paari minutiga. - Geenius.ee, 22. jaanuar 2016
[<https://geenius.ee/rubriik/nadala-idufirma/goworkabit-leiab-ettevottele-tootajad-paari-minutiga/>] 01.04.2017

41. **Graham, P.** Startup = growth. September 2012
[<http://www.paulgraham.com/growth.html>] 16.02.2017
42. **Hellmann, P., Puri, M.** Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence - The Journal of Finance, vol. 57, No 1, Feb 2002, pp. 169-197
43. History. Startup Wise Guys [<http://startupwiseguys.com/about/>] 30.03.2017
44. **Hogan, T., Hutson, E.** Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector. - Global Finance Journal, Vol 15, 2005, pp. 369–387.
45. **Hsu, D. H.** Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding - Research Policy, Vol 36, 2007, pp. 722–741
46. **Hsu, D. H.** What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? – The Journal of Finance, Vol 59, No 4, 2004, pp. 1805-1844
47. How Startup Valuation Works - Infographic – Funders and Founders, July 2013
URL: <http://fundersandfounders.com/how-startup-valuation-works/>
48. Iduettevõtte elutsükkel. EAS [<http://195.80.116.172/et/alustavale-ettevotjale/startupi-asutamine/startup-ettevotte-elutsuekkel>] 16.02.2017
49. Idufirma. Eesti Õigekeelsussõnaraamat ÕS 2013
[<http://www.eki.ee/dict/qs/index.cgi?Q=idufirma&F=M>] 16.02.2017
50. **Intervjueeritav X** (Ettevõtte X kaasasutaja ja tegevjuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Skype, 5. aprill 2017
51. Investeerimisõpik. LHV Finantsportaal
[<https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/terms?locale=et&firstLetter=true&key=R>] 17.02.2017
52. **Kakko, H.** Riskikapitali-investeeringud Eesti Arengufondist. Eesti Arengufond, 6. märts 2010. URL: <https://pt.slideshare.net/Ajujaht/heidi-kakko?ref=&smtNoRedir=1>
53. Kapitali kättesaadavuse uuring. Lõpparuanne. - Ernst and Young Baltic OÜ, 2013, 136 lk. URL: http://www.eas.ee/images/doc/sihtasutusest/uuringud/ettevotlus/Kapitali_kattesaadavuse_uuring.pdf

54. **Korityak, A., Fichtel, T.** Growth-oriented start-ups – factors influencing financing decisions. Master's thesis within Business Administration. Janköping International Business School, Janköping University, May 2012, 41.p
55. Kuidas kajastada toetusi ja annetusi ettevõtte aruannetes? - Äripäev. Raamatupidaja.ee, 28.10.2010
[<http://www.raamatupidaja.ee/uudised/2010/10/28/kuidas-kajastada-toetusi-ja-annetusi-ettevotte-aruanntes>] 30.04.2017
56. **Laherand, M.** Kvalitatiivne uurimisviis. Tallinn: Infotrükk OÜ, 2008, 384 lk
57. **Liive, R.** Intervjuu Eesti idufirma Fleep tegevjuhi Henn Ruukeliga. - Kahvel [<http://www.kahvel.ee/23704/intervjuu-eesti-idufirma-fleep-tegevjuhi-henn-ruukeliga/>] 30.03.2017
58. **Looser, U., Schläpfer, B.** The New Venture Adventure. Succeed with professional business planning. New York/ London : Texere, 2001, 217 p.
59. **Markova, S., Petkovska-Mirčevska, T.** Financing options for entrepreneurial ventures. – Economic Interferences, 2009, Vol. 11, No. 26, pp. 597-604.
60. Mis on Fundwise. Fundwise [<https://fundwise.me/et/mis-on-fundwise>] 01.04.2017
61. Mis on iduettevõtte (startup)? EAS [<http://195.80.116.172/et/2008-12-23-14-43-39/2008-12-29-10-26-17/-eas/2009-01-02-11-19-54/60-spikker-rahvusvahelistuvale-startupile-/spikker-rahvusvahelistuvale-startupile-/75-mis-on-startup/>] 16.02.2017
62. **Mollick, E.** The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. – Journal of Business Venturing, Vol 29, Issue 1, January 2014, pp. 1-16
63. **Myers, S.C., Majluf, N.S.** Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. – Working paper no. 1396, National Bureau of Economic Research, July 1984, 57 p.
64. **Nielsen, N.H.** The Startup Funding Book. Clean Distributed Beta. Version January 2017, p. 226
65. **Paschen, J.** (2016) Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle. – Business Horizons, Vol 60, 2017, pp. 179-188
66. **Pau, A.** Täismahus intervjuu: Eestis on sündimas üleilmne startup-ettevõtete kauplemisskeskkond. – Postimees. Teadus ja Tehnika, 30. november 2015 URL:

<http://tehnika.postimees.ee/3417521/taismahus-intervjuu-eestis-on-sundimas-uleilmne-startup-ettevotete-kauplemiskeskond>

67. **Paul, S., Whittam, G., Wyper, J.** The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms? - Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. 14, Issue 1, 2007, pp. 8-21
68. **Pilt, M.** Sissejuhatavalt kvalitatiivsest uurimistööst ja internetist. Õppematerjal nr 1. Tartu: Tartu Ülikool, 2010, 71 lk.
[https://dspace.utlib.ee/dspace/bitstream/handle/10062/14841/kvalitatiivne_uurimist_oo_internetifoorumid.pdf?sequence=1] 27.03.2017
69. Program. Startup Wise Guys [<http://startupwiseguys.com/accelerator/>] 30.03.2017
70. Rain Lõhmus. Livonia Partners [<http://livoniapartners.com/team/rain-lohmus>] 01.04.2017
71. Research Raport. Equity Crowdfunding in the UK: Evidence from the Equity Tracker. – British Business Bank, March 2014, 28 p
[http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEPR2/equity-crowdfunding-uk-british-business-bank.pdf] 16.05.2017
72. **Ries, E.** The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses. New York: Crown Business, 2011, 320 p.
73. **Rute, Georg.** (Sympower OÜ kaasasutaja ja tehnoloogiajuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 31. märts 2017
74. **Ruukel, Henn.** (Fleep Technologies OÜ kaasasutaja ja tehnoloogiajuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 31. märts 2017
75. **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. Ettevõttemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents. Mattimar OÜ, 2003, lk 170–177.
76. **Sarapik, R.** Kuidas GrabCADi asutaja 100 miljoni tehingu koju tõi? - Äripäev, 16. aprill 2015 URL: <http://www.aripaev.ee/uudised/2015/04/16/kuidas-grabcadi-asutaja-100-miljoni-tehingu-koju-toi>
77. **Sapienza, H. J., Korgaard, M. A., Forbes, D. P.** The Self Determination Motive and Entrepreneurs' choice of financing. - Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth, Vol 6, 2003, pp. 105–138.

78. Search & Filter Startups - Search Filter: HQ Estonia. Funderbeam
[<https://www.funderbeam.com/startups?sort=name%2CASC&searchBio=0&hqLocations=EST>] 27.02.2017
79. **Saunders, M., Lewis, P., Thornhill, A.** Research methods for business students.
5th ed. Essex: Pearson Education Limited, 2009, 614 p.
80. **Schwienbacher, A., Larralde, B.** Crowdfunding of Small Entrepreneurial
Ventures. Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, 2010, 23
p.
81. Search & Filter Startups - Search Filter: HQ Estonia. Funderbeam
[<https://www.funderbeam.com/startups?sort=name%2CASC&searchBio=0&hqLocations=EST>] 27.02.2017
82. **Seghers, A., Manigart, S.; Vanacker, T.** Entrepreneurs' Knowledge About
Financing Alternatives: Impact of Human and Social Capital - Frontiers of
Entrepreneurship Research, Vol. 29, Iss. 5, Article 4, 2009, 14 p.
83. **Sibold, G.** Barking lubab parkida kordades odavamalt kui linnatänavatel -
Geenius.ee, 9. september 2016a [<https://geenius.ee/rubriik/nadala-idufirma/barking-lubab-parkida-kordades-odavamalt-kui-linnatänavatel/>] 30.03.2017
84. **Sibold, G.** Fleep tahab tasuliste teenustega saada tõsiseks tööriistaks. - Geenius.ee,
15. juuli 2016b [<http://geenius.ee/rubriik/nadala-idufirma/fleep-tahab-tasuliste-teenustega-saada-tosiseks-tooriistaks/>] 30.03.2017
85. **Sibold, G.** Sympower lubab inimestel astuda lihtsa, kuid mõjuva sammu
kliimasoojenemise vastu - Geenius.ee, 29. juuli 2016c
[<http://geenius.ee/rubriik/nadala-idufirma/sympower-lubab-inimestel-astuda-lihtsa-kuid-mojuva-sammu-kliimasoojenemise-vastu/>] 30.03.2017
86. Sihtasutus KredEx. KredEx [<http://kredex.ee/kredexist/sa-kredex-2/>] 27.02.2017
87. **Smith, D. G.** How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists -
Working Paper. Northwestern School of Law of Lewis & Clark College, 1999, 19
p.
88. Startup Estonia. KredEx. [<http://kredex.ee/startup-estonia/>] 27.02.2017
89. Startup Estonia jätkab tegevust KredExis. Eesti Arengufond
[<http://www.arengufond.ee/2016/07/startup-estoniavust-kredexis/>] 27.02.2016

90. **Swinney, R., Cachon, G., Netessine, S.** Capacity Investment Timing by Start-ups and Established Firms in New Markets. - Management Science, Vol 57, No 4, April 2011, pp. 763-777
91. **Süsi, V.** Äriinglite investeerimisprotsess Eesti näitel. TÜ majandusteaduskond, 2015, 77 lk. (magistritöö)
92. **Põlendik, K.** Transferwise purustas rekordi - Äripäev, 26. jaanuar 2015. URL: <http://www.aripaev.ee/uudised/2015/01/26/transferwise-purustas-rekordi>
93. Taxes paid, funding raised, popular industries and more - startup statistics from 2016. - Startup Estonia, 13. veebruar 2017 [<http://startupestonia.ee/blog/startup-statistics-from-2016>] 16.05.2017
94. **Tuisk, K.** Riskiinvestorite mõju iduettevõtte ärimudelile ja juhtimisele Eesti iduettevõtete näitel. TTÜ Ärikorralduse instituut, 2016, 114 lk. (magistritöö)
95. **Tõke, Timmu.** (Wolfprint 3D OÜ kaasasutaja ja tegevjuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Skype, 27. märts 2017
96. **Tänavsuu, T.** Skype'i müük toob ligikaudu 700 miljonit. - Ärioleht.ee, 13. september 2005 [<http://arileht.delfi.ee/news/uudised/skypei-muuk-toob-ligi-700-miljonit?id=51019144>]
97. **Van Auken, H. E.** Financing Small Technology-Based Companies: The Relationship between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment - Journal of Small Business Management Vol 39, Issue 3, 2001, pp. 240-258
98. **Vanaselja, K.** (GoWorkaBit Estonia OÜ kaasasutaja ja tegevjuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Skype, 3. aprill 2017
99. **Virkus, S.** Infokäitumise, info hankimise ja otsingu ning infopädevuse uurimise meetodid. Tallinna Ülikool, 2010
[<https://www.tlu.ee/~sirvir/Infootsingu%20teooria/Infokaitumise,%20info%20hankimise%20ja%20%20otsingu%20ning%20infopadevuse%20uurimise%20meetodid/juhtumiuuringud.html>] 27.03.2017
100. What is it? Buildit - Accelerator of Things. [<http://buildit.ee/#what-section>] 30.03.2017

101. Wolfprint teeb Tallinnas maailmaklassi 3D-tehnoloogiat ja elab üle iga pörumise. -
Geenius.ee, 4. märts 2016 [<http://geenius.ee/rubriik/nadala-idufirma/wolfprint-teeb-tallinnas-maailmaklassi-3d-tehnoloogiat-ja-elab-ule-iga-porumise/>] 27.03.2017

LISAD

Lisa 1. Intervjuu küsimused

Kaldkirjas on kommentaarid küsimuse paremaks mõistmiseks.

Ülevaade ettevõtlusega alustamisest ja finantseeringutest

- Rääkige lühidalt sellest, kuidas ettevõttega alustasite. Mis oli teie jaoks põhjus ettevõtte asutamiseks?
- Millistest finantseerimisallikatest olete kapitali kaasanud?

Otsust mõjutavad tegurid eritüübiliste osaluspõhiste finantseerimisallikate vahel valimisel:

- Kas ja milliseid finantseerimisallikaid veel kaalusite?
- Miks otsustasite nende finantseerimisallikate kasuks? (*Erinevate allikate kohta eraldi ehk miks valiti kiirendid, miks ühisrahastus jne.*)

Otsust mõjutavad tegurid ühetüübiliste osaluspõhiste finantseerimisallikate vahel valimisel:

Küsida eri allikate kohta eraldi olenevalt sellest, kust kapitali on kaasatud.

- Ärikiirendid:
 - Millistes kiirendites olete osalenud?
 - Kui suure finantseeringu kaasasite ja kui palju osalust sellega ära andsite?
 - Kas kandideerisite ja kas teid nõustuti vastu võtma ka teistesse kiirenditesse?
 - Miks otsustasite selle ärikiirendi kasuks? (*maine, hea hinnaga kapital, kontaktid vms*)

Lisa 1 järg

- Ühisrahastus:
 - Millistelt ühisrahastusplatvormidelt olete raha kaasanud?
 - Kui suure finantseeringu kaasasite ja kui palju osalust sellega ära andsite?
 - Kas kaalusite raha kaasata ka teistelt platvormidelt?
 - Miks otsustasite selle platvormi kasuks?
- Riskikapital (k.a. äriinglid):
 - Millistelt investoritelt olete raha kaasanud?
 - Kui suure finantseeringu kaasasite ja kui palju osalust sellega ära andsite?
 - Kui paljude investorite poole enne seda pöördusite ja paljudelt saite pakkumise?
 - Miks otsustasite nende investorite kasuks?

Raha kaasamise protsess ja tingimused:

- Kui ajamahukas oli kapitali kaasamise protsess? Kui palju kulus aega alates hetkel, mil kapitali kaasamisega tegelema hakkasite kuni raha laekumiseni?
- Millised lepingud sõlmisite seoses kapitali kaasamisega?
- Kas andsite uutele investoritele lisaks osalusele ka koha ettevõtte nõukogus või juhatuses? Kas oli muid õiguseid, mida investoritele lubasite?

Järeldused ja kokkuvõte

- Kuivõrd on finantseerimisotsused olnud mõjutatud teie enda valikust ning kuivõrd on tegemist olnud pigem sundseisuga?
- Palun nimetage kokkuvõtvalt kolm tegurit, mis on finantseerimisallika valikut teie puhul kõige enam mõjutanud? (*Nt kapitali hind, kättesaadavus, investori maine, abi mentorlusena, investori kontaktvõrgustik jms.*)
- Kas ja mida teeksite tagasivaatavalt finantseerimisallika valikul teisiti?

Lisa 2. Cross-case analüüsi tabel

Ettevõte	Wolfprint 3D	Sympower	Fleep	Barking	GoWorkaBit	Ettevõte X
Tegevusala	3D skaneerimis- tehnoloogia arendamine	Tarkvaraplatvormi arendamine elektritarbimise juhtimiseks	Töölaseks suhtluseks mõeldud <i>messengeri</i> arendamine	Eraparklatesse parkimise mobiilirakenduse loomine	Veebiplatvormi arendamine lühiajaliste tööde leidmiseks	Veebiplatvormi arendamine konkreetses valdkonnas spetsialistide ühendamiseks
Asutamise aasta	2013	2015	2012	2015	2013	2014
Töötajate arv	9	11	15	8	14	10
Riiklik toetus	EAS	TEKES (Soome)	-	EAS	-	-
Laen	-	Jah (Soome, Finnvera käendus)	-	Jah (Eesti, KredEx käendus)	-	-
Kiirendi nimi ja asukoht	Startup Wise Guys (Tallinn)	Rockstart (Amsterdam)	-	-	Seedcamp (London)	Euroopast väljas asuv kiirendi
Ühisrahasutusplatvor mi nimi ja asukoht	SeedInvest (USA)	-	-	-	-	-
Riskikapitali investorite iseloomustus ja päritoluriik	<ul style="list-style-type: none"> • mittetraditsioonilis ed inglid Eestist, Saksamaalt ja Jaapanist • 5 äriinglit SeedInvesti kaudu (USA) • u 200 ühisrahasutuse investorit SeedInvesti kaudu 	<ul style="list-style-type: none"> • äriinglid Eestist ja Hollandist • nn organiseeritud inglid Hollandist - inglid koondunud ühe ettevõtte alla (pisut sarnane VC-le) 	<ul style="list-style-type: none"> • 6 äriinglit Eestist ja 6 Inglismaalt 	<ul style="list-style-type: none"> • erainvestorid Eestist • investor Lätist (kes oli ettevõtte frantsiisi ostja) 	<ul style="list-style-type: none"> • 1 äriingel Inglismaalt • 1 VC Saksamaalt 	<ul style="list-style-type: none"> • Eesti valdkonnaga seotud ettevõtte • Soome VC • Eesti äriinglid • Šveitsi äriingel • valdkonnaga seotud spetsialistid • ja teised
Omakapitali kaasatud kokku (ei hõlma riiklikke toetusi, laene jms)	800 000 €	320 000 €	2 500 000 €	390 000 €	540 000 €	675 000 €
Omakapitali kaasamise kordade arv (kuni 5; üle 5)	Kuni 5	Kuni 5	Üle 5	Kuni 5	Kuni 5	Üle 5

Lisa 2 järg

Ettevõte	Wolfprint 3D	Sympower	Fleep	Barking	GoWorkaBit	Ettevõte X
Kui paljude investorite poole pöörduti?	Umbes 100	Räägiti mitmetega, lõpuks peamiselt tutvuste kaudu	Täpselt ei tea, räägitud väga paljudega	50-60	Üle 100	Alguses üle 100
Kui ajamahukas ja keeruline oli kapitali kaasamise protsess?	Kolm tulid ilma otsimata, sest investorid olid juba tuttavad; enne SeedInvesti aga otsiti ingliseid Eestist ja Euroopast ning see läks keeruliselt ning ei leitudki; SeedInvesti protsess 2 kuud.	Jah-sõnani pigem lihtne, sest tulid peamiselt tutvuste kaudu; edasi keeruline (u 3 kuud)	Kuidas kunagi - vahel väga kiirelt (2 Skype kõnet), vahel on väga pingeline olnud (üle 3 kuu)	1-2 kuud jah-sõnani, muu dokumentatsioon kuni 6 kuud	Väga raske ja keeruline, 1,5 aastat	Alguses keeruliselt, räägiti paljudega, kulus 3-4 kuud umbes; hiljem kergemalt
Kas investorid olid varasemalt tuttavad?	Kolm neist jah, teised mitte	Enamus jah, kiirendi ja mentorluse kaudu	Esimesed jah ning kõik on käinud tutvuste kaudu	Esimene mitte, teine tuli läbi kontaktvõrgustiku, kolmas oli varasemalt Läti frantsiisi ostanud	Ei olnud	Alguses mitte, hiljem tulid paljud läbi tutvuste ja ka tuttavad
Mis riigist investorid on?	Eesti, USA, Saksamaa, Jaapan	Eesti, Holland	Eesti, Inglismaa	Eesti, Läti	Inglismaa, Saksamaa	Eesti, Soome, Šveits
Kas ja kui paljudele pakkumistele on ära öeldud?	Ei	Mingil määral jah	Ei	Jah, vähemalt 4	Ei	Jah, vähemalt 4
Peamised märksõnad valikut mõjutavate tegurite mõistmiseks:						
Kiirendid	<ul style="list-style-type: none"> • kiire rahavajadus • sobiv algusaeg • kutsuti 	<ul style="list-style-type: none"> • kiire rahavajadus • sobiv algusaeg • valdkonnaga seotud 	Kogemus puudub	Kogemus puudub	<ul style="list-style-type: none"> • hea maine • taotlusvoor sobival ajal 	<ul style="list-style-type: none"> • kutsuti • ebatraditsiooniline kiirendi, sobis valdkonna pärast • raha ei saanud

Lisa 2 järg

Ettevõte	Wolfprint 3D	Sympower	Fleep	Barking	GoWorkaBit	Ettevõte X
Ühisrahastus	<ul style="list-style-type: none"> • platvormi maine • kõrge kvaliteet • asukoht (USA) • rahavajadus 	Kogemus puudub	Kogemus puudub	Kogemus puudub	Kogemus puudub	Kogemus puudub
Riskikapital	<ul style="list-style-type: none"> • tuttavad või oldi enne mentorid • mentorlus • valdkonnakogemus 	<ul style="list-style-type: none"> • tuttavad läbi varasema mentorluse • mentorlus • valdkonna-kogemus • kontaktvõrgustik • isiklik hea läbisaamine 	<ul style="list-style-type: none"> • tutvused ja soovitusel • teineteise mõistmine • sama ootuste ja ambitsioonide tase • investorite arusaam probleemist • usk tiimi 	<ul style="list-style-type: none"> • investori kapitalibaas • personaalne kontakt, sümpaatsus • ise piisava valikuvõimaluse tekitamine • arusaam ingelinvesteeringute olemusest • head tingimused 	<ul style="list-style-type: none"> • asukoht (ingleid ei vaadatud kaugelt) • võeti sellelt, kes oli nõus 	<ul style="list-style-type: none"> • isiklik sobivus • arusaam idufirmadesse investeerimisest • kontaktvõrgustik • taust • teadmised • raha pole nii oluline
Kas kasutati konverteeritavat laenu või anti osalus kohe kätte?	Konverteeritav laen + nõ crowd note osade investorite puhul SeedInvesti kaudu kaasamisel	Otse osalus	Konverteeritav laen	Otse osalus	Seedcampi puhul konverteeritav laen, teiste investoritega otse osalus	Konverteeritav laen
Investorite õigused (hääleõigus, koht juhatuses vms)	Ei ole	Ei mäleta konkreetselt, kuid koosolekul kaasatakse (juhatuses põhiinvestor ja kiirendi esindaja)	Juhatuses ei ole, kuid kaasatakse päris palju	Ei mäleta konkreetselt, aga reaalsuses teevad asutajad kõik otsused ise	Juhatuse kohta ei soovitud, kuid VC-l erinevad järgmiseid rounde puudutavad otsustusõigused	Ei ole
Asutajatel enamusosalus	Jah	Jah	Jah	Jah	Jah	Jah

SUMMARY

FACTORS INFLUENCING ESTONIAN STARTUP ENTREPRENEURS' CHOICE OF FINANCING SOURCE WHILE RAISING EQUITY CAPITAL

Mari-Ann Meigo

Startups have an important role in the economic growth considering the impact of a new business in raising employment, innovation and export potential (Cassar 2004: 263). According to the Estonian startup statistics 2016 made by Startup Estonia (Taxes paid... 2017) there are more than 400 startups in Estonia that give employment to 3500 people. There were more than 1000 job positions created during year 2016 and employment taxes paid by startups were 28 million euros comparing to 21 million euros of previous year. Therefore, it is clear that startups have an important role for economy also in Estonia and the impact of startups is growing constantly.

One of the most significant topics in startup literature is the financing of startups. Although financing is dependent on both investors and entrepreneurs, the focus while talking about startup financing is mostly on the decision making of investors. The entrepreneurs' point of view has been rather overlooked. The most important theories that have taken in consideration entrepreneurs' financing decisions are pecking order hypothesis by Myers and Majluf (1984) and self-determination theory by Sapienza *et al.* (2003). However, even if loan capital is rarely used in the case of startups, prior studies on entrepreneurs' financing decisions have focused mainly on the choice between loan and equity capital. Therefore, these studies might not be sufficient for understanding the financing decisions of startups. Few studies that have briefly considered also the choice between similar types of financing have been made relatively long time ago. In addition, prior studies have not considered novel equity financing sources such as equity crowdfunding or business accelerators. Therefore, the factors influencing the choice

between different equity-based financing sources is worth deeper study, taking in consideration also novel equity financing sources.

The aim of this master's thesis is to find out the factors influencing Estonian startup entrepreneurs' choice of financing source while raising equity capital. The author also aims to find out how much entrepreneurs' consider different kinds of financing alternatives, do Estonian startups have at all choice to choose between different financing sources, and which factors play more important role in entrepreneurs' decisions. In order to achieve the purpose of this thesis, the research tasks were set as follows:

- explain the concept of startups, startup development stages and the differences between financing sources from the startups' point of view;
- provide an overview of factors influencing entrepreneurs' financing decisions based on theoretical literature and prior studies;
- give an overview of Estonian startup investments;
- conduct interviews with Estonian startup leaders;
- analyze information gathered from the interviews and compare it with the findings from prior literature in order to ascertain the factors influencing Estonian startup entrepreneurs' choice of financing source while raising equity capital.

The thesis is divided into two parts – theoretical and empirical part. First the concept of startups is described and an overview of startup financing alternatives and the differences between them is given. There are several alternatives for startup funding that can be divided into three according to the terms of raising capital: loan, equity and donated capital. The most accessible and common for early stage startups is equity capital that can be raised from several financing sources such as business accelerators, crowdfunding, business angels and venture capitalists. As a result of the first chapter a comparison of those financing sources was formed.

The theoretical part of the second sub-section resulted in a comprehensive overview of the factors influencing financing decisions of entrepreneurs together with an overview of the prior studies. Factors influencing the choice of financing could be divided into

two: the characteristics of the company or entrepreneur and the factors relating to the characteristics of the financing source. Factors related to the characteristics of the entrepreneur includes a number of psychological factors such as self-determination and independence need or will of maximizing the wealth. In addition factors such as corporate training and experience, and a number of demographic characteristics. Such factors related to the characteristics of entrepreneurs are significantly more widely studied than the factors related to the characteristics of investors. This can be due to the focus of prior studies only on the choice between loan and equity capital. However, one can assume that if the choice of raising equity capital is already made, the factors related to the characteristics of investors become more important. These include, for example, the field of experience of an investor, the size of capital base, reputation, etc. Several studies have found that the most important factors are investor's reputation and experience in the field and the offer from investors with better reputation will be more likely accepted, and even with discount.

Empirical part consists of three parts. First, an overview of Estonian startup ecosystem and investments related to Estonian startups was given. The review revealed that Estonian startup ecosystem is evolving rapidly, having almost three times higher growth index than the average in Europe. There are two business accelerators in Estonia, several crowdfunding platforms, a strong business angels network, as well as a number of venture capital funds. The main problem, however, is found to be a smaller capital base of Estonian investors comparing to foreign investors as well as the fact that Estonian investors do not bring in sufficient additional values.

In order to achieve the purpose of the thesis a qualitative research with case study methodology was chosen. The data collection was carried out through semi-structured interviews with the co-founders of six Estonian startups: Wolfprint 3D, Sympower, Fleep Technologies, Barking, GoWorkaBit and company X who preferred to remain anonymous. The aim was to involve companies that have raised capital from different types of sources in the past two years. All participated companies have raised capital from VC firms or angel investors, four startups have taken part of an accelerator programme and only one company has raised capital by crowdfunding. In addition, three companies also used public grants and two had taken a loan.

The data collected with surveys was first systematized. Afterwards the factors influencing the choice of financing source were analyzed first while choosing between different types of funding sources and then while choosing between similar types of sources. Finally, all the impact factors were introduced in a table together with the importance of the factors for the startups participating in the study. Results of the interviews show that startups consider variety of funding alternatives but still raising capital from angel investors or venture capitalists is the most preferred. Decision to raise capital from another sources is done only if they fail to raise money the way as planned initially. Nevertheless, the choice has to be done even between similar financing sources.

According to the results of the study one of the most important factors that influence the choice of financing source are common expectations of an entrepreneur and investor and certainty that the investor understands the nature of investing in startups. The only entrepreneur who raised money by crowdfunding said that the main reason why he did not want to raise money using Estonian crowdfunding platforms was feeling that people who invest their money through these platforms, have no idea how likely they can lose that money. The factor that investor would understand the nature of startup investments is also important for other interviewees as investing with false expectations can cause a lot of problems in long-term. For the same reason also another factor was noteworthy – personal sympathy and match between both parties. Entrepreneurs often compared the relationship between investor and entrepreneur with marriage. Two entrepreneurs said that they have even refused to accept at least four financing offers because they felt there was no match or investor did not know what investing in startups means.

A common impact factor was also the simplicity and time expenditure of capital raising, which is logical considering that time is one of the most important resources for entrepreneurs. Therefore, the attitude towards public grants was rather negative and it was very common to raise money in the form of a convertible loan. Investor's reputation was an important factor while choosing between all kinds of financing sources such as business angels, venture capital firms, accelerators or crowdfunding. One of the main reasons why only one company had raised capital by crowdfunding was a common understanding that crowdfunding has bad reputation. Investor's

experience and expertise in the field were important influence factors for half of the interviewees.

Surprisingly few entrepreneurs mentioned the funding terms and an assessment of the company's value as an important factor affecting the choice of capital raising. This may be due to the fact that entrepreneurs were able to raise money in appropriate terms mostly anyway. However, in some occasions the money was raised also in worse terms and conditions. Thus, the result is consistent with previous studies saying that offer from reputable investors is more likely to be accepted and even with discount. Only one interviewee named good terms that would make him satisfied as one of the most important factor that influence the choice of financing source.

Conducted study indicates that although raising capital is a compulsory action for startups that must be done on behalf of the company's growth, companies still have somewhat choice in selecting the financing source. In addition, it is more important for entrepreneurs who have already decided to raise equity capital to do something innovative and grow rapidly than having the decision right. Thus, the factors related to the characteristics of investors are more important than the factors related to characteristics of entrepreneurs while raising equity capital.

The author finds that the results are valuable for at least three target groups. First of all, the thesis allows beginning entrepreneurs to understand the differences between financing sources and to learn from the experience of other startup entrepreneurs. Secondly, the thesis creates the basis for new academic researchers for further studies in this field, which could already be conducted as quantitative research. Third, the thesis might be useful for equity financing providers, giving them important information about the attitude of entrepreneurs towards various financing sources which might be good for better cooperation between two parties.

There are various directions how the topic of the thesis could be broadened. As already mentioned, further studies considering startup entrepreneurs' financing decisions could be quantitative and explore the relationship between the factors influencing financing decisions and the characteristics of startups. Also, the study could be developed further by including more later stage companies and companies from different business fields in

order to investigate whether there is a difference in the factors influencing the choice of financing source in early and late stage companies or in companies from different business fields. The factors affecting the choice of financing source could be more thoroughly studied also on the basis of single source of financing. As this thesis was made only on the basis of Estonian startups, the study could be repeated also in other countries to make sure that the survey results can be generalized to startups in different countries. However, the general logic of startup financing is similar in all countries, and therefore, there is no reason to assume that the findings could not be generalized to foreign startups.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Mari-Ann Meigo,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose "Eesti iduettevõtjate finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid omakapitali kaasamisel", mille juhendaja on Priit Sander ja kaasjuhendaja Liina Joller,
 - 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **25.05.2017**